



2025

春節期間 環球市場解析

開春震撼，關稅來了

New Year Surprises

2025年2月3日





01 春節市場回顧

美股動盪債市穩升，從英偉達大跌到特朗普關稅措施啟動



02 國際重要事件

- 1 美國啟動關稅戰，物價未明顯放緩支持美聯儲暫時觀望
- 2 日本銀行升息1碼，日圓升值、日股區間有撐



03 第四季業績表現

金融、通訊與科技業績佳，2025年展望支撐評價面表現



04 下週經濟數據

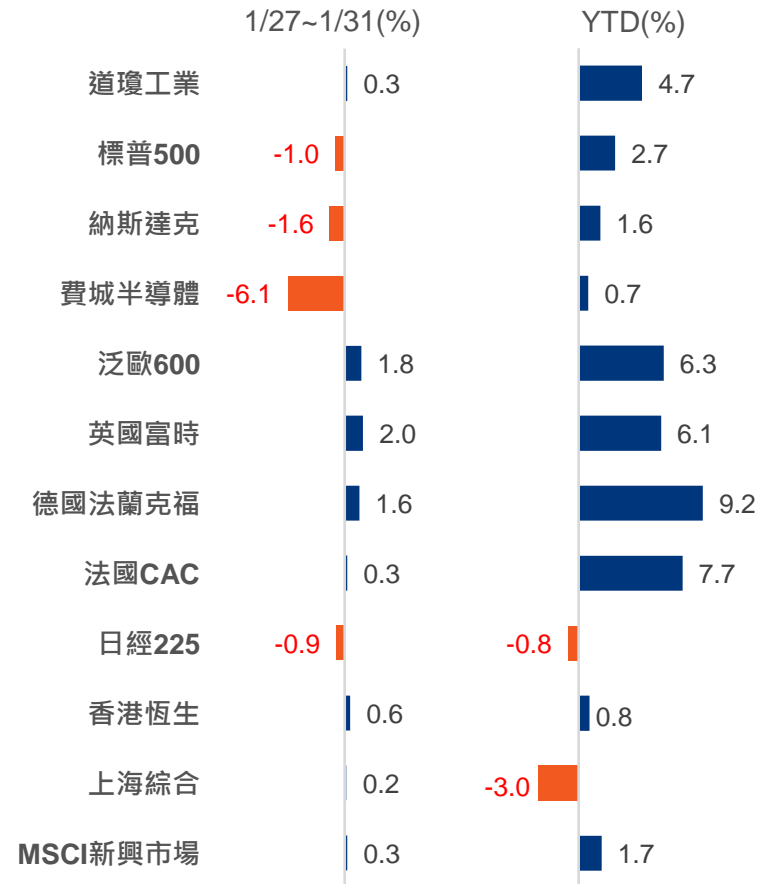
各國製造業與服務業PMI、美國非農就業與失業率

春節市場回顧

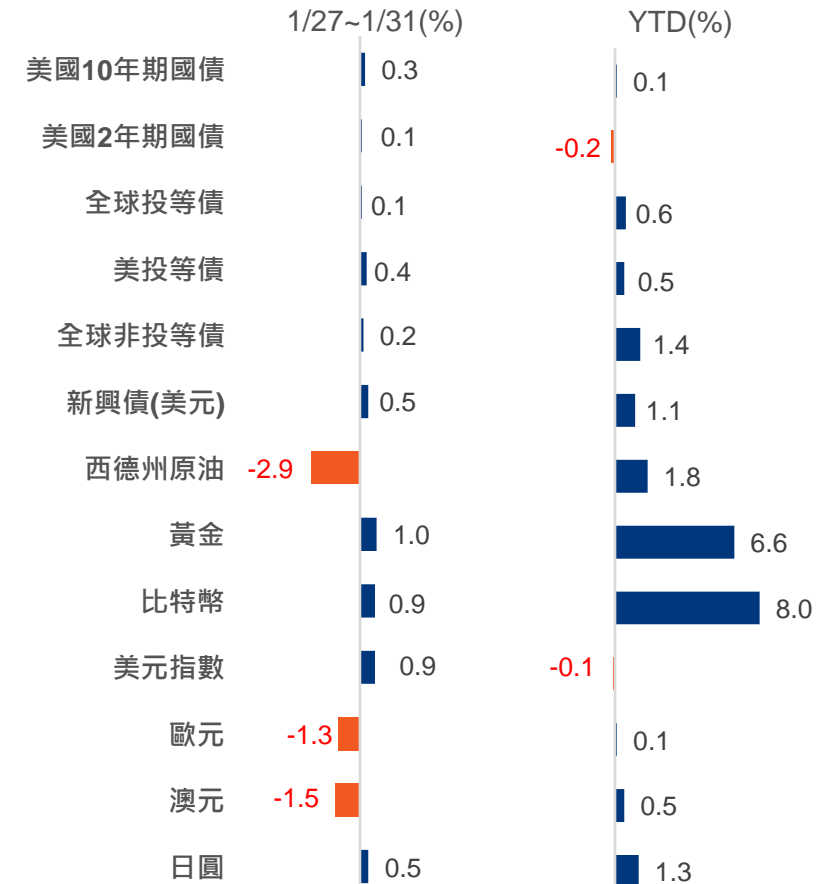
美股動盪債市穩升，從英偉達大跌到特朗普關稅措施啟動

- ▶ 過年期間美股波動劇烈，期間歷經中國AI公司DeepSeek推出媲美OpenAI的大型語言模型R1，使英偉達單日雪崩近17%，美國主要晶片製造商與半導體設備商股價也隨之大跌。隨後市場更新資訊，多判斷高階晶片需求仍暢旺。凱基投顧也認為雲端服務商後續資本支出，多依照推論需求而非模型訓練需求，科技股整週跌幅收斂，但費半跌幅6.1%最多。然特朗普簽署行政命令，宣布自2月4日起，對加拿大、墨西哥進口商品徵收25%關稅，並額外對中國商品徵收10%關稅，引發市場對貿易緊張的擔憂，美元走升、黃金價格走強，每盎司一度突破2,800美元創歷史新高。
- ▶ 歐洲央行如期減息，且記者會語調偏鴿，使得歐股小漲；日本則持續受到日本銀行升息影響，呈現日股震盪、日圓走強格局。美聯儲本次決議維持利率政策，符合市場預期，所有債券價格小幅走升。

股市表現(%)



債市、商品、貨幣表現(%)



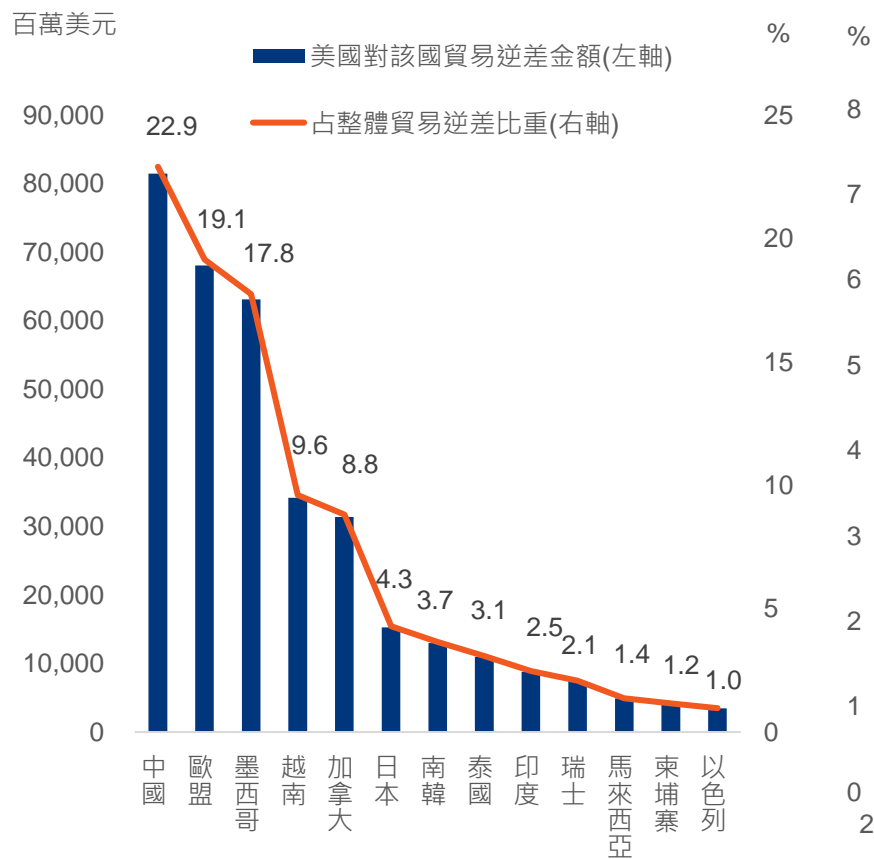
資料來源：Bloomberg，2025年2月2日

國際重要事件 ①

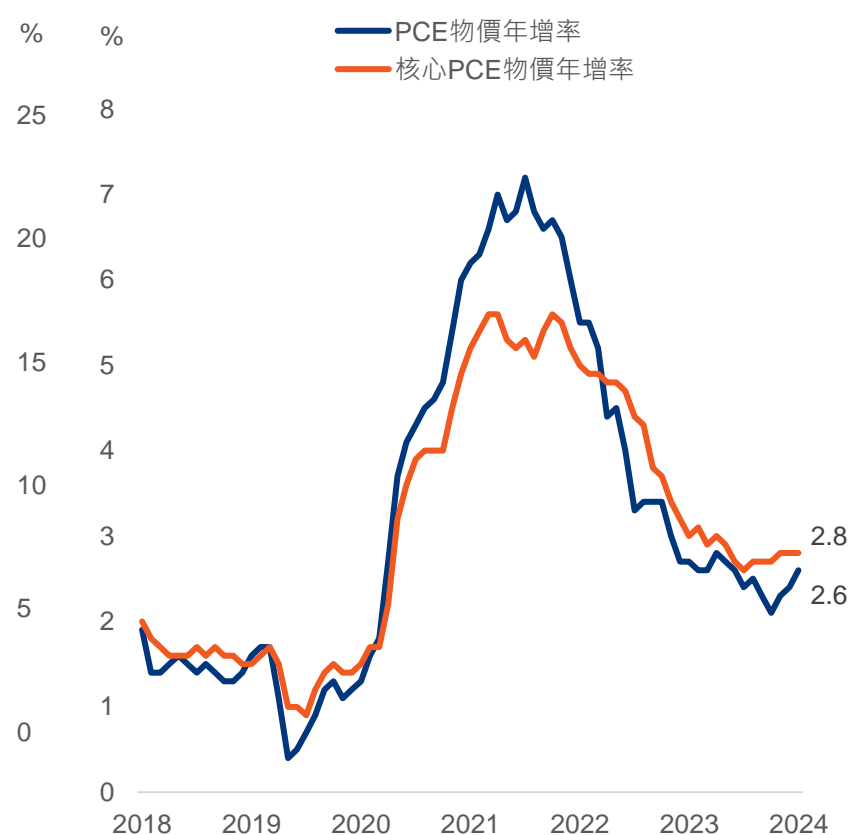
美國啟動關稅戰，物價未明顯放緩支持美聯儲暫時觀望

- ▶ 美國正式宣布，自2月4日起分別對加拿大、墨西哥2國進口商品加徵25%關稅，另向中國進口商品額外徵收10%關稅，此舉代表市場擔憂的關稅戰已然啟動。觀察加拿大、墨西哥、中國皆為美國的大額貿易逆差來源國，顯示包括歐盟、越南與其他亞洲國家都可能成為下波加徵關稅目標，特朗普1月31日受訪亦暗示未來將可能對歐盟加徵關稅，甚至可能對晶片、製藥、石油、天然氣等產品加徵關稅，預料短期間關稅戰與相關國家報復消息恐反覆出現，並對市場帶來一定擾動。
- ▶ 最新公布12月美國PCE物價月增率來到0.3%，高於上月的0.1%，核心物價月增率為0.2%，亦高於上月的0.1%。PCE物價年增率來到2.6%，高於上月的2.4%，核心物價年增率則為2.8%，與上月持平。數據顯示美國通脹未有明顯放緩，復以特朗普正式發動關稅戰，對後續物價恐帶來支撐，令美聯儲更有理由暫時觀望政策變數再決定下一步行動。

加墨中已遭加徵關稅，高貿易逆差國恐成下波目標



美國PCE年增率未見放緩，強化美聯儲暫停減息呼聲



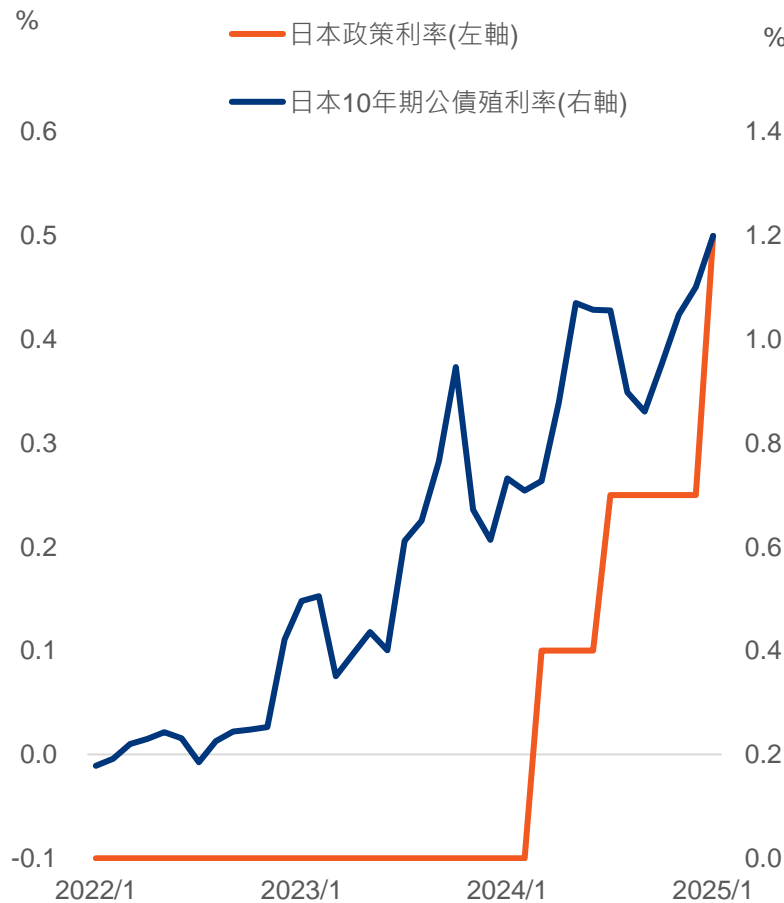
資料來源：Bloomberg，2025年2月2日

國際重要事件 ②

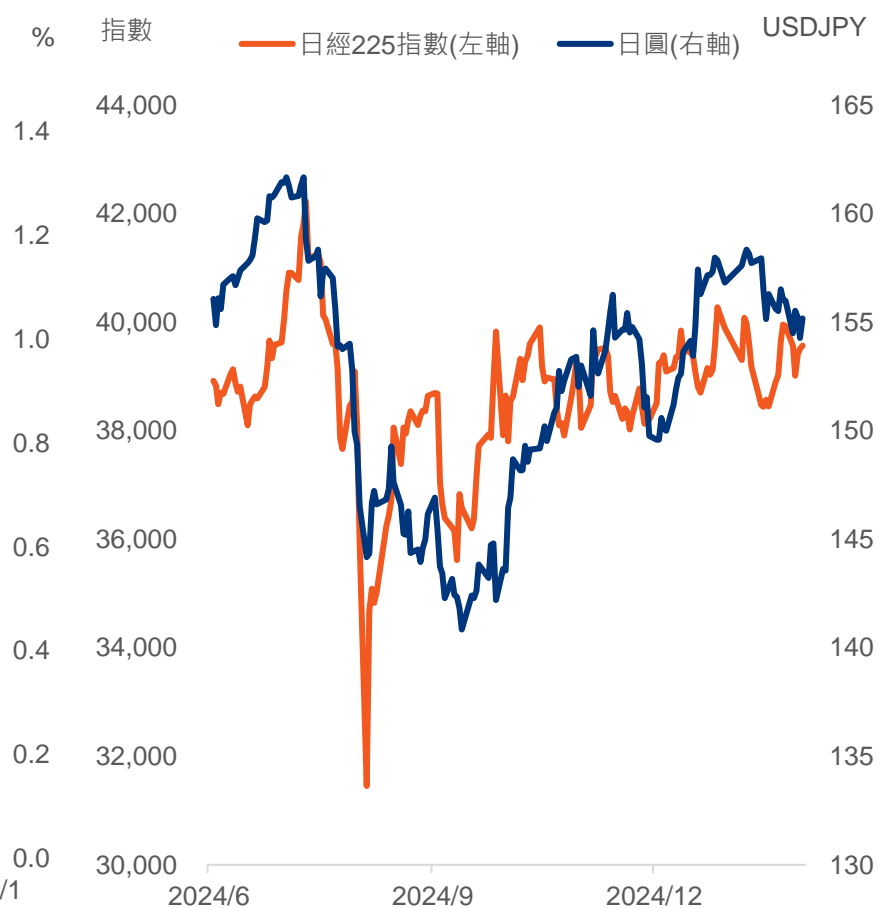
日本銀行升息1碼，日圓升值、日股區間有撐

- ▶ 日本銀行在1月利率會議上升息1碼，主要考量：1) 日本經濟表現佳，包括12月機械工具訂單年增率大幅上揚，生產者物價也優於預期，去年11月家庭支出年減0.4%，但優於前值和預估，透露出薪資成長已傳導至消費跡象。2) 企業明顯加薪，日本勞動組合聯合會宣布，2025年春鬥的加薪幅度目標為5%以上，和2024年的5.1%相當，工資加速上調使央行有升息誘因。3) 美國新任總統特朗普，1月20日就職典禮上未有驚人之舉，市場上演慶祝行情，讓日本銀行調升利率時，可避免加劇全球金融市場波動。
- ▶ 市場普遍預期，日銀1月升息後，再度調整利率將在下半年，今年內可能升息2次。考量美日息差目前仍大，日圓未來雖朝升值方向發展，但預期升幅有限，可減輕對日股的負向影響。中國農曆年間，日圓上漲0.5%，漲幅有限，日股區間震盪，投資人可關注日股內需類股表現。

日本銀行升息1碼，日本債券利率上揚



日圓止貶轉升，日股區間有撐



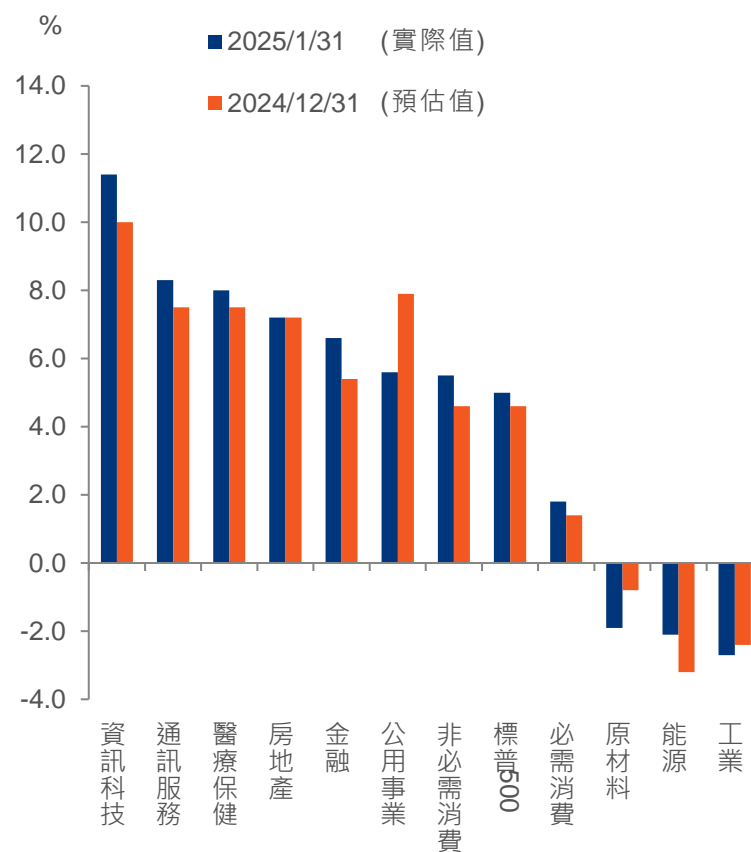
第四季業績表現

金融、通訊與科技業績佳，2025年展望支撐評價面表現

- ▶ 標普500指數2024年第四季業績截至1月31日已公布比例為36%，營收與EPS優於預期的企業比例分別為63%及77%，而營收與EPS的年增率分別達5.0%及13.2%，為2021年第四季以來最佳的年增率表現。獲利面以金融表現最佳，受惠息差及交易熱絡，而通訊服務主要貢獻為Meta等巨型企業表現，資訊科技則主要受半導體所帶動。表現較疲軟為能源，主要受近期油價疲軟，煉油與綜合油氣商營收與獲利皆下滑。
- ▶ EPS優於預期時，企業當日平均漲幅1.5%，優於5年平均1.0%，但實際EPS減去預估EPS的平均幅度僅5%，低於5年平均值的8.5%。展望2025全年，預估市盈率为22.0，高於10年平均18.2，評價處於略為偏高水平，然而市場預計2025年全年EPS將成長14.3%，暗示市場對於企業獲利成長持正面態度。

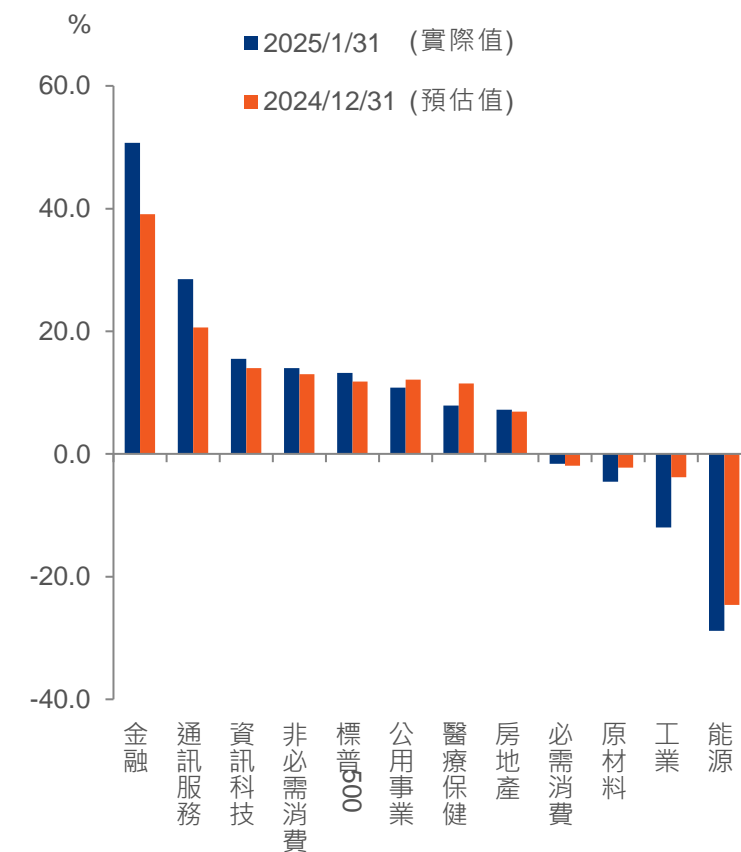
科技、通訊、醫療及金融營收成長優於先前預期幅度

標普500成分股2024年第四季營收預估值與實際值



金融與通訊獲利成長最佳，能源最疲軟

標普500成分股2024年第四季EPS預估值與實際值



資料來源：Factset · 2025年1月31日

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 特朗普就職演說明確未來政策，將優先處理非法移民、放鬆市場監管和提高關稅。特朗普近期宣布2025年2月4日起，對加拿大、墨西哥進口商品徵收25%關稅，並額外對中國商品徵收10%關稅，特朗普政策帶來市場不確定性，恐增加股市波動度。美國經濟軟著陸為主要情境，預期金融、工業、國防軍工等特朗普政策利多題材續發酵。此外，AI長期展望佳，科技股長多趨勢不變。 ◆ 增加關稅將使中國外需動能受到壓抑，歐洲因經濟表現疲弱，加上貿易政策不確定性，歐股中性看待；隨薪資持續成長，消費力道回籠，日股偏多看待。 	<p>策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股</p> <p>區域：美國、日本</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美聯儲如預期維持政策利率不變，貨幣政策重回停看聽步調，債市聚焦經濟基本面、債務上限與政府財政發展，預估2025年上半年通脹仍將持續走低，美國仍存在減息空間，但市場波動風險仍存。建議以中短天期國債與投資等級債券鎖息，行業聚焦聚利多的金融、軍工與航太債。 ◆ 中長天期以上債券波動相對較大，投資人宜視風險承受度配置，除非景氣朝硬著陸發展，如觀察就業數據明顯放緩後，再配置中長天期債券。 	<p>期間：短天期債券鎖息，中長天期債波動相對較大，視投資人風險承受度配置</p> <p>種類：國債、投資級債以大型企業為首選，行業可聚焦具潛在利多的金融、軍工與航太債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 特朗普就職強調美國優先，吸引資金回流美國企業；美聯儲維持政策利率不變，預期美元短線偏強，強勢美元或將延續至2025年年初，中期反應景氣軟著陸與美聯儲持續減息，美元強度轉弱而下行。 ◆ 貿易關稅恐使非美地區經濟受挫，增加非美國家減息幅度與息差擴大，非美貨幣短期偏貶。日圓受日本銀行升息影響，日圓走升。 	<p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓長期緩升</p>

重要經濟數據/事件

▶ JAN 2025

27	Monday	28	Tuesday	29	Wednesday	30	Thursday	31	Friday
<ul style="list-style-type: none"> 美國12月新屋銷售月增率 (實際:3.6% 預估:1.7% 前值:5.9%) 中國1月製造業PMI (實際:49.1 預估:50.1 前值:50.1) 中國1月非製造業PMI (實際:50.2 預估:52.2 前值:52.2) 		<ul style="list-style-type: none"> 美國12月耐用品訂單月增率初值 (實際:-2.2% 預估:0.6% 前值:-1.2%) 美國1月經濟諮詢委員會消費者信心指數 (實際:104.1 預估:105.7 前值:104.7) 日本12月工具機訂單年增率終值 (實際:12.6% 前值:11.2%) 				<ul style="list-style-type: none"> 美國上週首次申請失業救濟金人數 (實際:207k 預估:225k 前值:223k) 美國1月美聯儲利率決議 (實際:4.5% 預估:4.5% 前值:4.5%) 美國第四季GDP季增年率初值 (實際:2.3% 預估:2.6% 前值:3.1%) 歐元區1月ECB主要再融資利率 (實際:2.9% 預估:2.9% 前值:3.15%) 歐元區第四季GDP年增率初值 (實際:0.9% 預估:1.0% 前值:0.9%) 歐元區12月失業率 (實際:6.3% 預估:6.3% 前值:6.3%) 	<ul style="list-style-type: none"> 美國12月PCE年增率 (實際:2.6% 預估:2.6% 前值:2.4%) 美國12月核心PCE年增率 (實際:2.8% 預估:2.8% 前值:2.8%) 日本12月失業率 (實際:2.4% 預估:2.5% 前值:2.5%) 日本1月東京CPI年增率 (實際:2.5% 預估:2.5% 前值:2.4%) 日本12月工業生產月增率初值 (實際:0.3% 預估:0.2% 前值:-2.2%) 日本12月零售銷售月增率 (實際:-0.7% 預估:-0.1% 前值:1.8%) 		

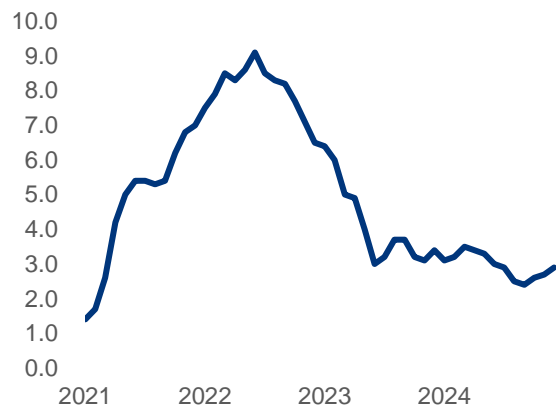
▶ FEB 2025

3	Monday	4	Tuesday	5	Wednesday	6	Thursday	7	Friday
<ul style="list-style-type: none"> 美國1月ISM製造業PMI (預估:49.9 前值:49.3) 美國1月標普全球製造業PMI終值 (預估:50.1 前值:50.1) 歐元區1月HCOB製造業PMI終值 (預估:46.1 前值:46.1) 歐元區1月CPI月增率初值 (預估:-0.4% 前值:0.4%) 中國1月財新製造業PMI (預估:50.6 前值:50.5) 	<ul style="list-style-type: none"> 美國12月JOLTS職缺 (預估:8,000k 前值:8,098k) 美國12月耐用品訂單終值 (預估:-2.2% 前值:-2.2%) 	<ul style="list-style-type: none"> 美國1月ADP就業變動 (預估:150k 前值:122k) 美國1月ISM服務業PMI (預估:54.1 前值:54.1) 美國1月標普全球服務業PMI終值 (預估:52.8 前值:52.8) 歐元區12月PPI月增率 (實際: 預估:0.5% 前值:1.6%) 中國1月財新服務業PMI (預估:52.4 前值:52.2) 	<ul style="list-style-type: none"> 美國上週首次申請失業救濟金人數 (預估:213k 前值:207k) 歐元區12月零售銷售月增率 (實際: 預估:-0.1% 前值:0.1%) 	<ul style="list-style-type: none"> 美國1月非農業就業人口變動 (預估:170k 前值:256k) 美國1月失業率 (預估:4.1% 前值:4.1%) 美國2月密大消費者信心指數初值 (預估:72.0 前值:71.1) 					

資料來源：Bloomberg

附錄

美國消費物價指數年增率(%)



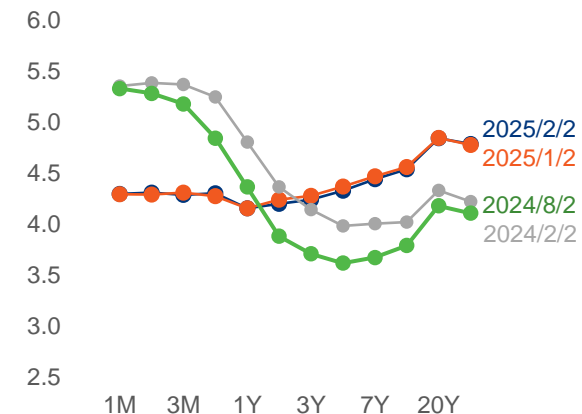
美國10年期國債孳息率(%)



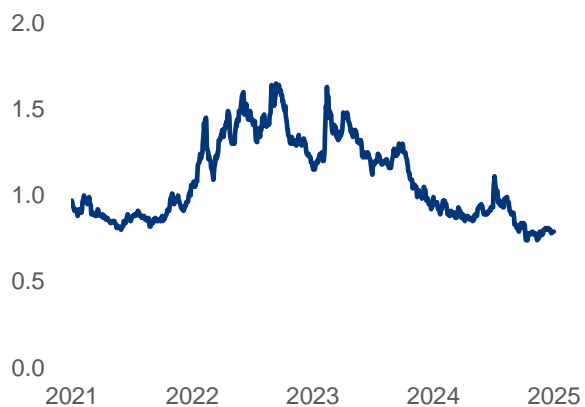
美國國債息差(bps)



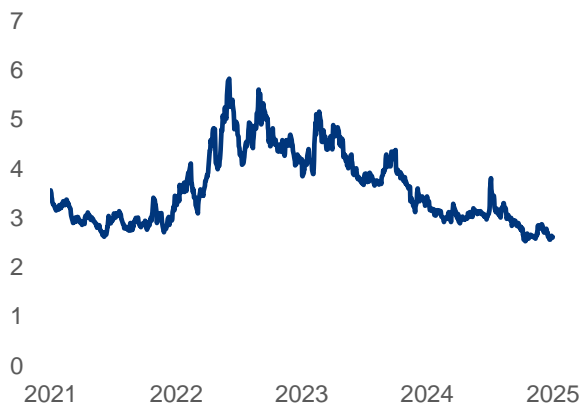
美國國債孳息率曲線(%)



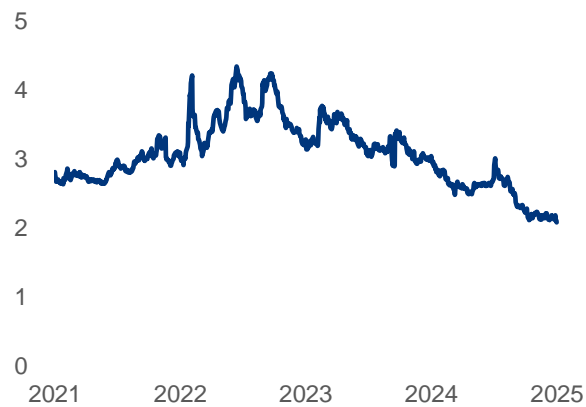
美元投資級公司債息差(%)



美元非投資等級債息差(%)



美元新興市場債息差(%)



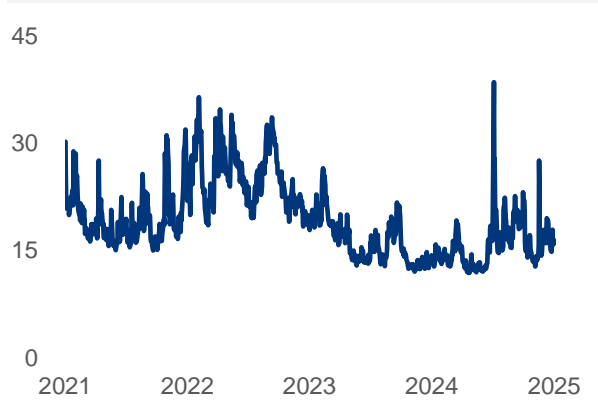
美元亞洲非投資級債息差(%)



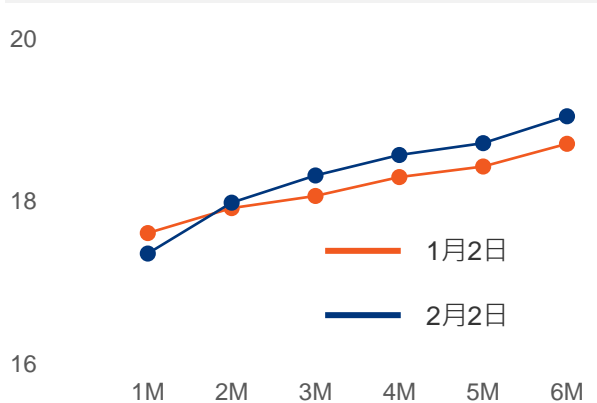
資料來源：Bloomberg · 2025年2月2日

附錄

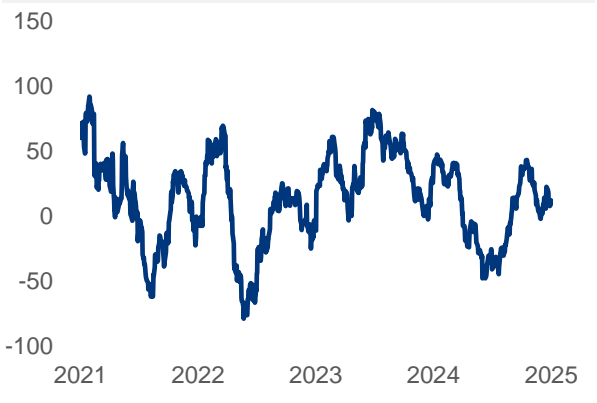
VIX指數



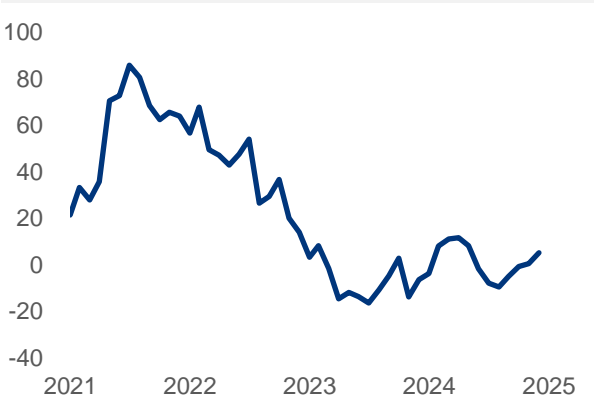
VIX期間結構



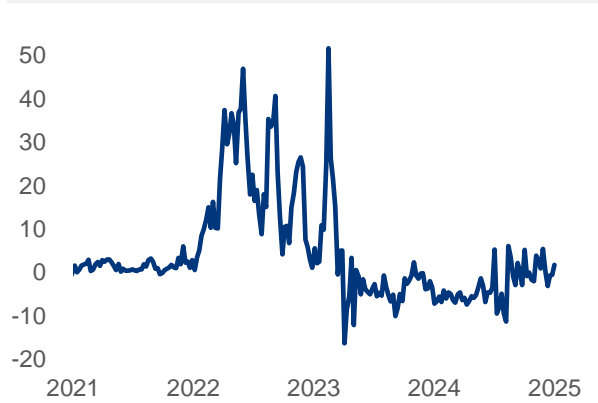
美國花旗經濟驚奇指數*



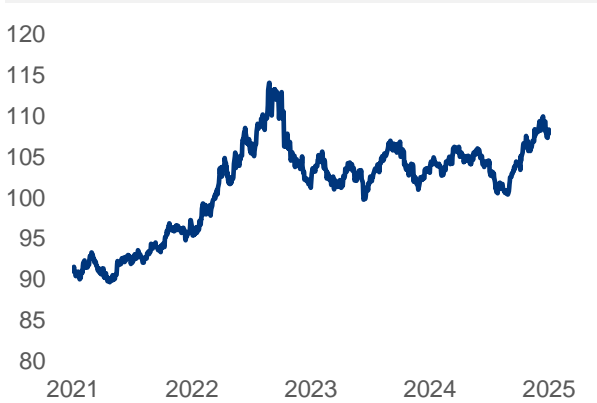
美國花旗通脹驚奇指數*



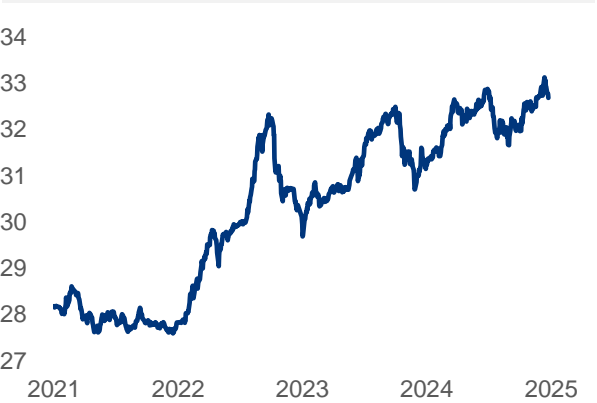
TED息差(bps)



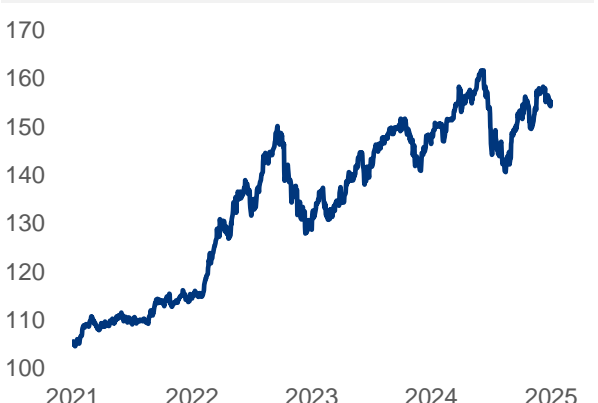
美元指數



美元兌新台幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年2月2日；*花旗經濟/通脹驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通脹與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通脹向上幅度超過市場預期

免責聲明

於本文件內所載的所有資料乃保密訊息，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」)、凱基投資理財有限公司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、保險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，本文件所載的資料，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。於本文件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。在未經凱基書面同意下，並不允許擅自以任何方式轉發、複印或發佈於本文件內之全部或任何部份內容。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。所有投資涉及風險。證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。

基金單位價格可升亦可跌，而所呈列的過往表現資料並不表示將來亦會有類似的表現。投資者在作出任何投資決定前，應詳細閱讀有關基金之銷售文件(包括當中所載之風險因素(就投資於新興市場的基金而言，特別是有關投資於新興市場所涉及的風險因素)之全文)。

你應就上述資料內容謹慎行事，進行你自己的獨立審查，你並且應在作出任何投資決定前尋求獨立專業意見。你應該根據你自己的風險承受程度、財務狀況、投資經驗、投資目標、投資視域及投資知識去小心考慮投資是否適合你本人。

凱基不對於此所提供的資料之準確性、充分性或完整性作出任何明示或暗示的陳述或保證。在任何情況下，任何人欲倚賴或使用於此所載的資料應該等資料之準確性、完整性、可靠性及適用性進行獨立檢查和核實。任何模擬結果、以往及預測的業績並不必然作為未來業績的指引。於此內所提供的資料(包括任何數據)未必經過獨立核實，而該等資料不應被信賴作為投資決定。凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就該等資料的任何遺漏、錯誤、不準確、不完整或其他情況，或由於信賴該等資料而導致任何人士或實體蒙受或招致的任何損失或損害(不論任何形式的直接、間接或相應的損失或其他經濟損失)承擔任何責任。而且，凱基、其關聯成員或他們各身的董事、高級職員、僱員及代表不會就第三方所提供的或引用自第三方的資料內容承擔任何責任。

凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務於本文件內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、高級職員、僱員及代表可不時就於本文件內所提及的任何證券持倉。

本文件並未經證券及期貨事務監察委員會(「證監會」)審核。證監會對認可的基金或投資產品的穩健程度概不負責，而證監會認可有關基金或投資產品亦不表示證監會推薦投資於該等基金或投資產品。

如上述的免責聲明之中、英文版本有任何歧義，概以英文版本為準。

- 投資者應就複雜產品審慎行事。「複雜產品」是指由於結構複雜，致令其條款、特點及風險在合理情況下不大可能會被零售投資者理解的投資產品。
- 投資者或會蒙受全部或大於投資金額的損失(如適用)。
- 就發行人提供未經香港證監會審閱的要約文件或資料的複雜產品而言，投資者應該要約審慎行事。
- 就被形容為已獲香港證監會認可的複雜產品而言，該認可不表示獲得官方推介及證監會認可不等如對該產品作出推介或認許，亦不是對該產品的商業利弊或表現作出保證。
- 如提供過往業績資料，往績並非預測日後業績表現的指標。
- 一些複雜產品僅供專業投資者買賣。
- 在作出任何投資決定前，投資者應閱讀要約文件及其他相關資料，以了解有關複雜產品的主要性質、特點及風險，亦應先尋求獨立專業意見，並且應有足夠的淨資產來承擔因買賣該產品而可能招致的風險和損失。

請留意，由2017年9月1日起，購買場外交易產品將有以下最新安排：

1. 香港證監會(證監會)認可的產品：非專業投資者(散戶投資者)可認購此類產品，產品類別包括證監會認可的基金、認可的股票掛鈎投資(ELI)等。
請參閱以證監會認可的投資產品列表：<http://www.sfc.hk/web/TC/regulatory-functions/products/product-authorization/list-of-investment-products.html>
2. 非證監會認可的產品：此類產品只供專業投資者認購，產品類別包括非證監會認可的基金、債券、商業票據、存款證、股票掛鈎票據(ELN)、累計認購/認沽期權等。
產品指南參考：<https://map.kgi.com.hk/mapmvc/content/pdf/pdinfokit.pdf>