

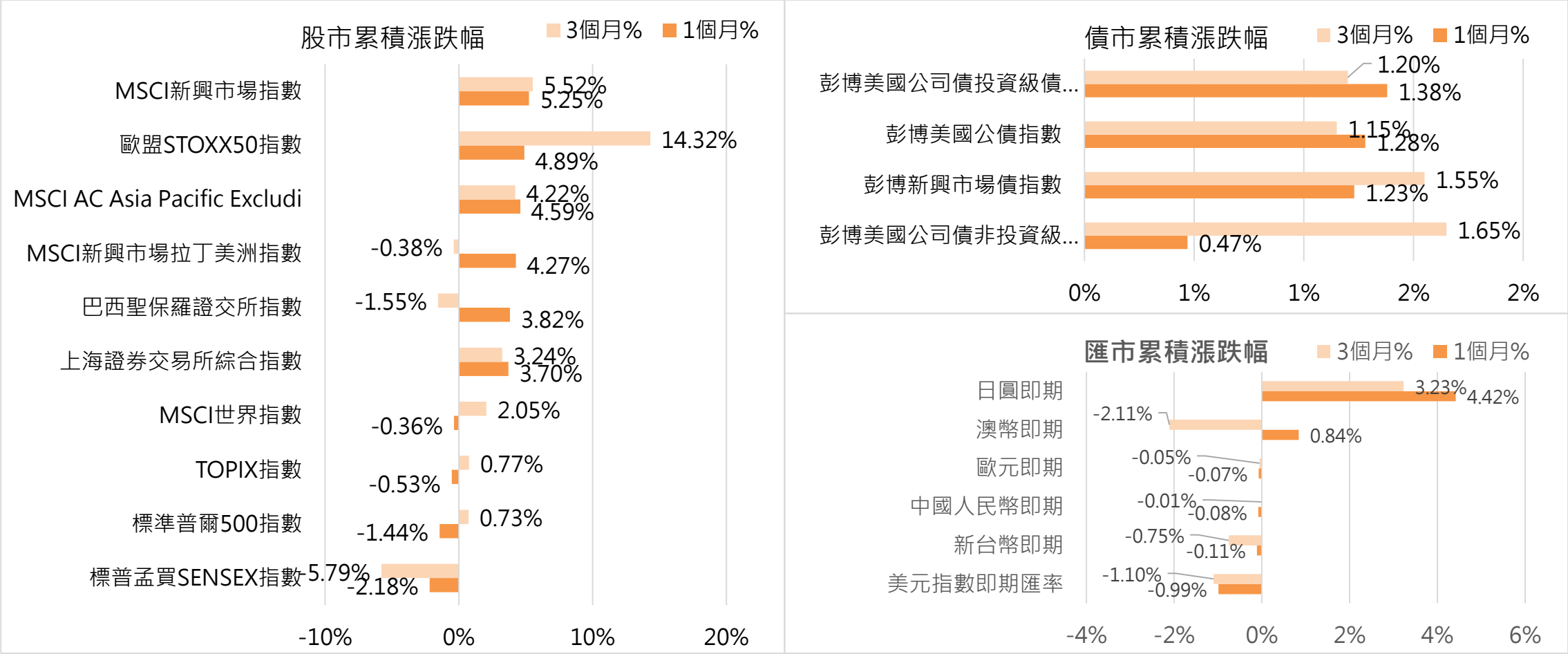


# 王道市場洞悉 O-Insight

March. 2025

# 全球金融市場表現

- 1. 今年以來股市投資風格轉變，評價便宜漲幅較大，美債殖利率仍處中長期偏高水準，可鎖利布局
- 2. 美元具利差及景氣優勢，短線下跌空間有限，預期後市將盤整或偏強



# 央行大事紀

|      | 2025年2月          | 2025年3月          | 2025年4月          |
|------|------------------|------------------|------------------|
| 美國   |                  | 3/20<br>FOMC利率會議 |                  |
| 歐洲   |                  | 3/6<br>歐洲央行利率會議  | 4/17<br>歐洲央行利率會議 |
|      | 2/6<br>英國央行銀行利率  | 3/20<br>英國央行銀行利率 |                  |
| 日本   |                  | 3/19<br>日本央行利率會議 |                  |
| 其他市場 | 2/18<br>澳洲央行利率會議 |                  | 4/1<br>澳洲央行利率會議  |

# 王道市場洞悉 O-Insight

全球股市 - 已開發市場

全球股市 - 新興市場

商品市場解讀

債券市場解讀

投資市場評等

# 總結

- ◎ 股市：  
：中長期仍看好美股，不過短期市場注意力轉向其他評價較便宜的股市  
短中期看好歐股有所起色，主要受惠於(1)俄烏戰爭結束(2)評價相對便宜  
短中期看好陸港的科技股，主因(1)DEEPSEEK帶動(2)當局政策作多及評價便宜
- ◎ 固定收益：美國財長Bessent意圖穩定債市的言論與舉措，  
債市三利多 (1)債券發行穩定(2)撙節支出 赤字縮減(3)QT有機會縮小或停止  
中長期投資維度而言，仍看好債市表現，且具相對較高的收益性  
看好美國投資級債 及 非投資等級債
- ◎ 平衡型：看好美國平衡型基金
- ◎ 商品：油價看法維持中性 未來市場可能呈現供過於求 較不利於油價
- ◎ 匯市：美元後續繫於此前政見政策後續執行度，目前視為政策預期差距造成的小回檔



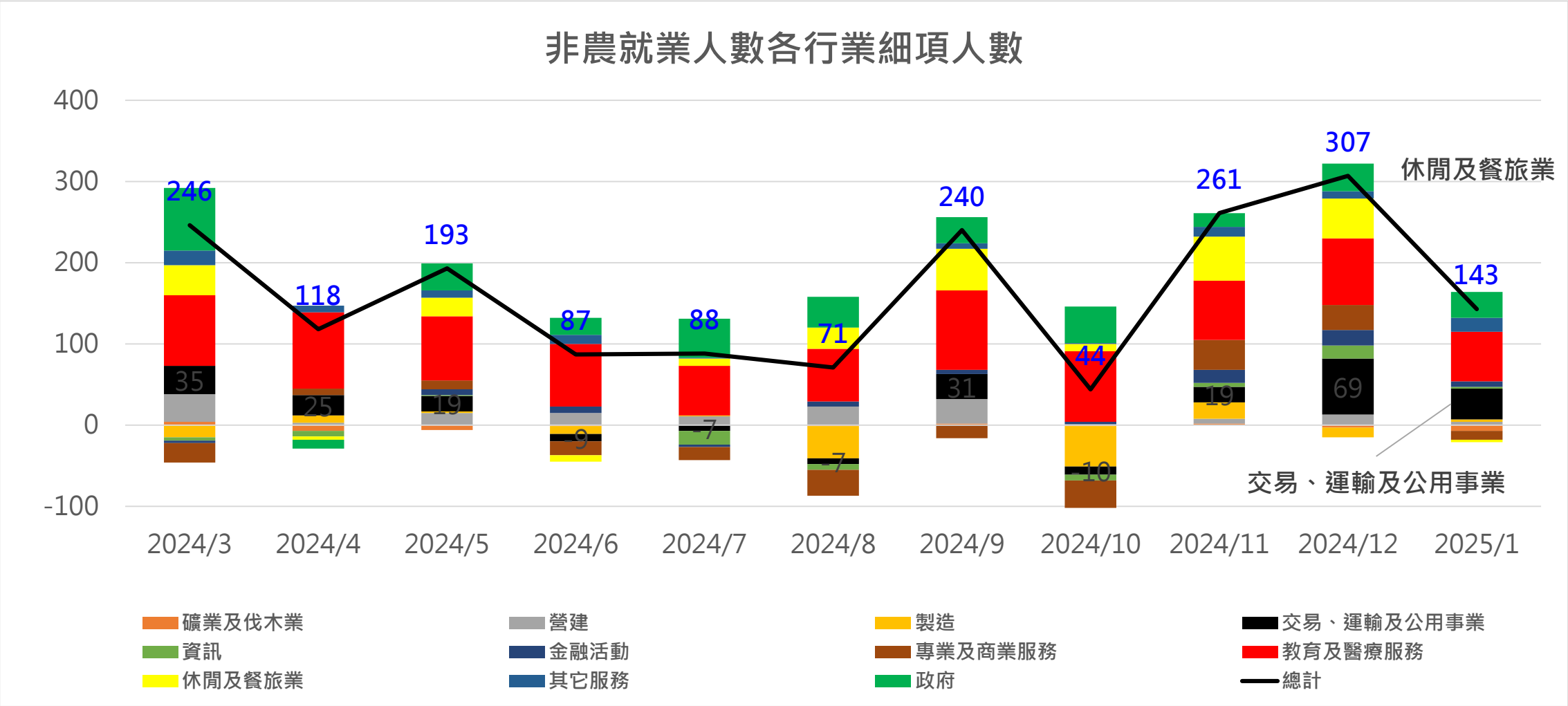








# 休閒 運輸就業人數回落(之前年底旺季及提前購買)







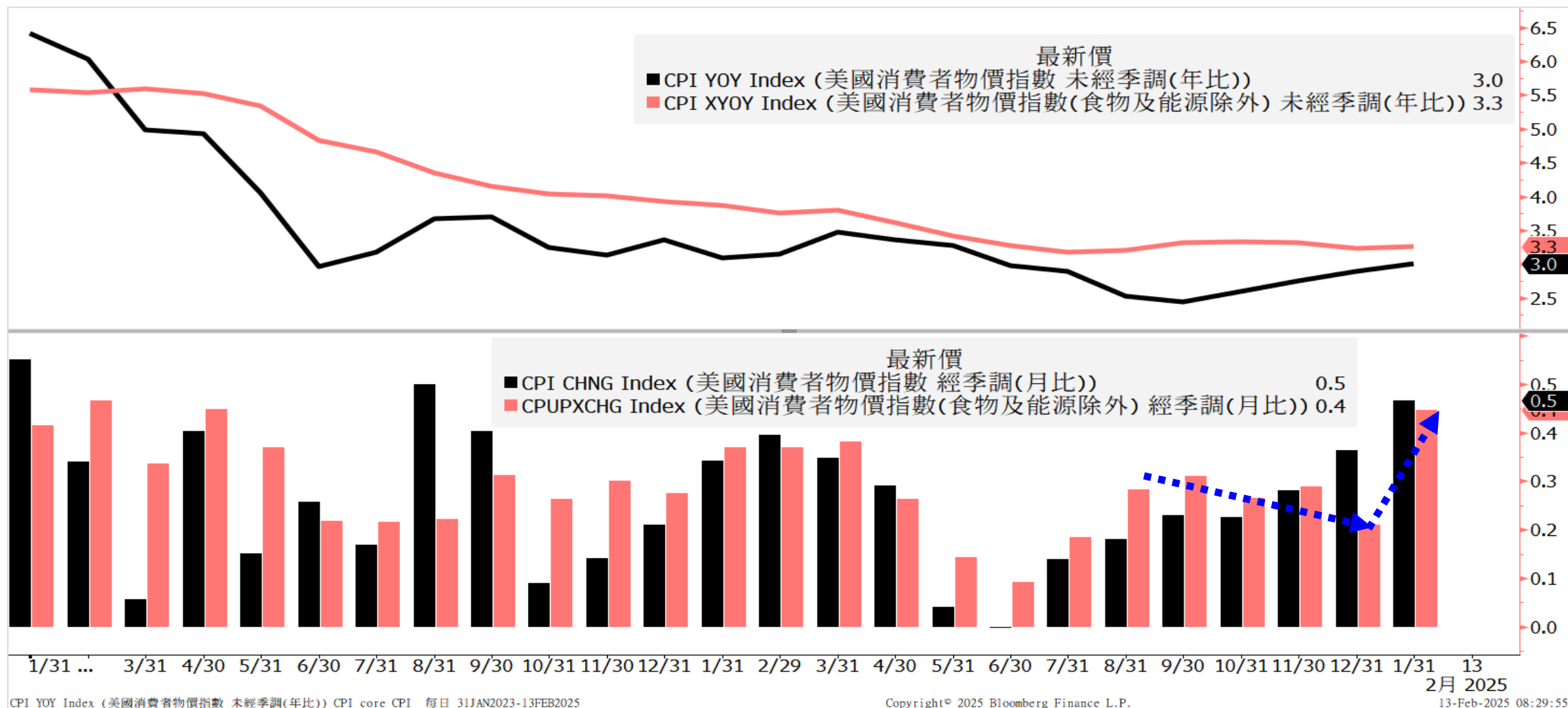
已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

# 1月物價再度走揚 CPI月增0.5% 核心CPI月增0.4%





已開發市場

新興市場

商品市場

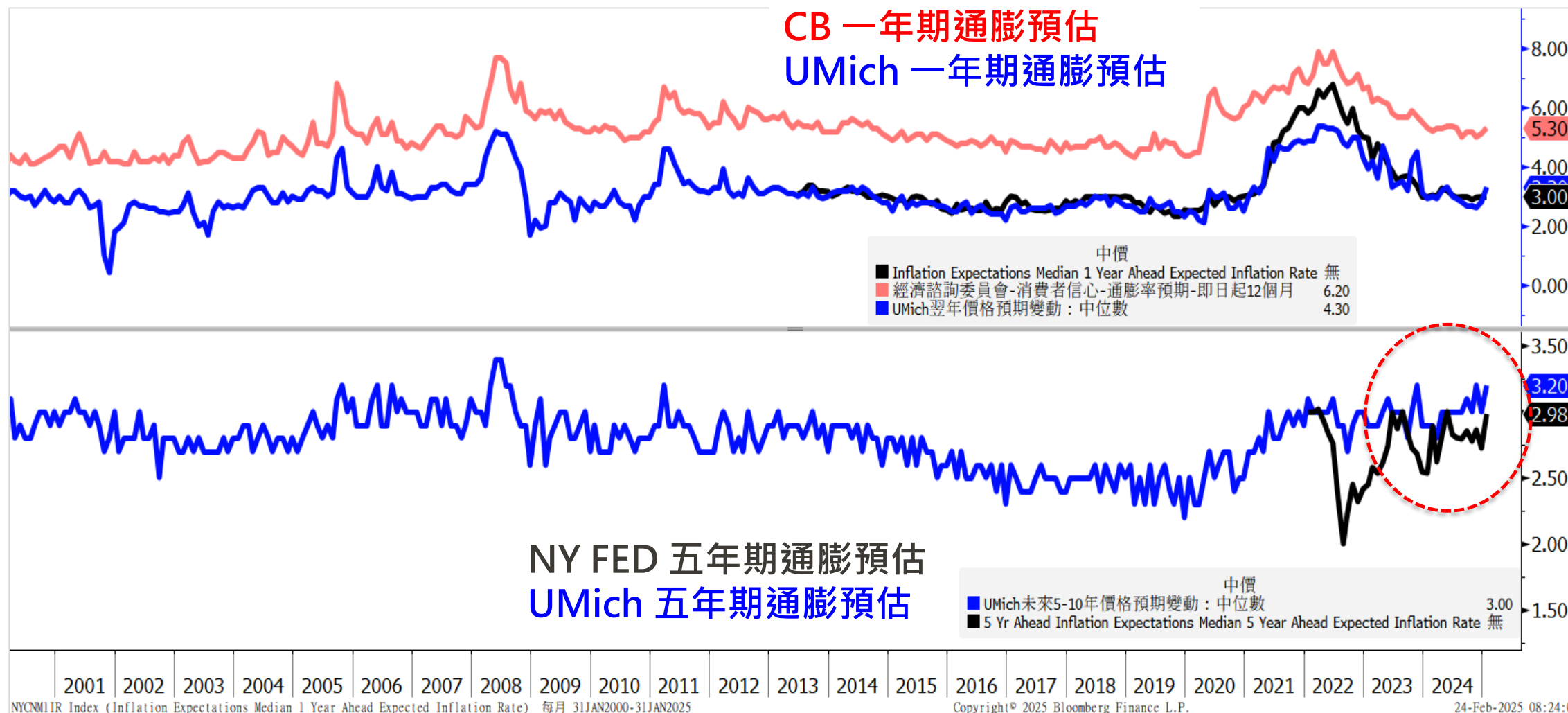
債券市場

# 一些機構調查對美國中長期(5年)通膨預期也提高

NY FED 一年期通膨預估

CB 一年期通膨預估

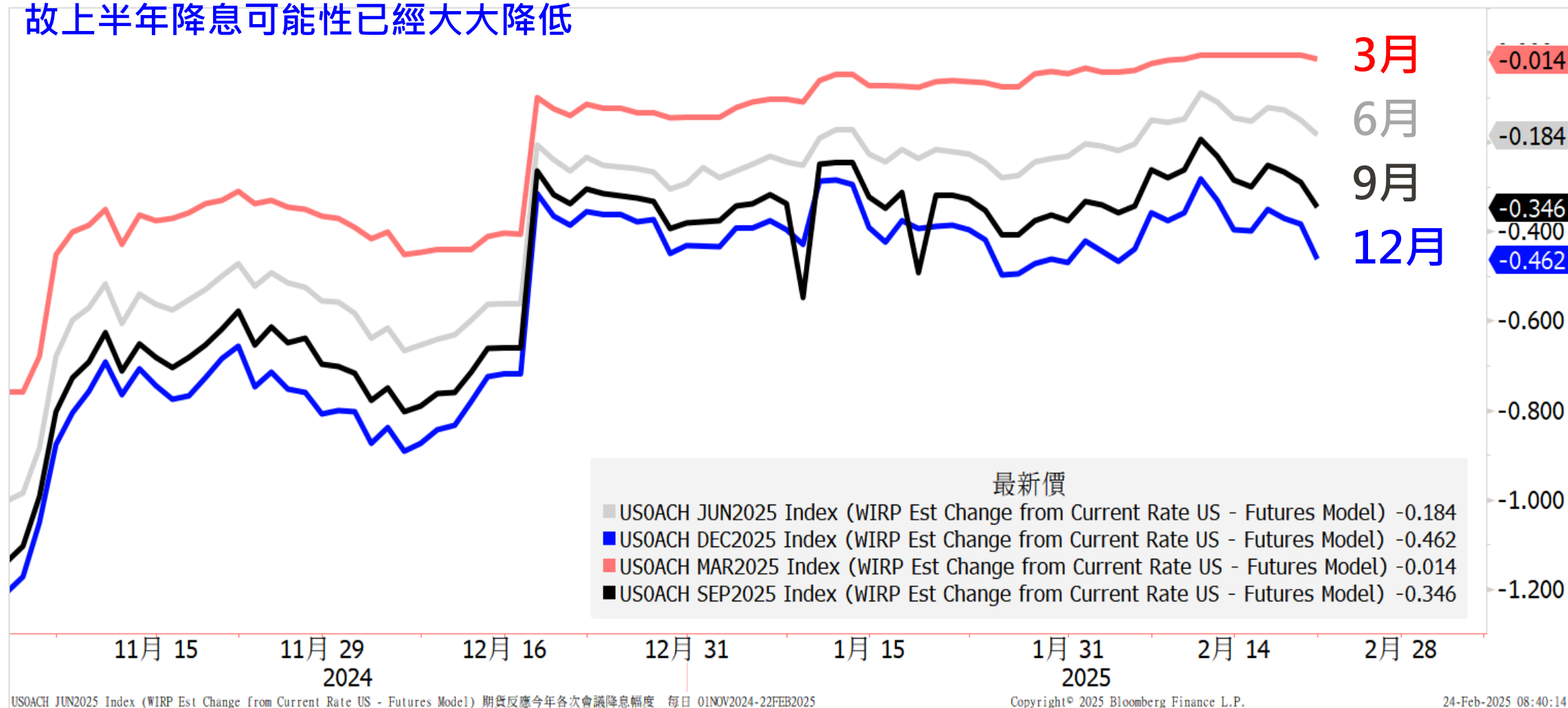
UMich 一年期通膨預估





# 期貨反應今年各次會議的降息幅度與機率減少

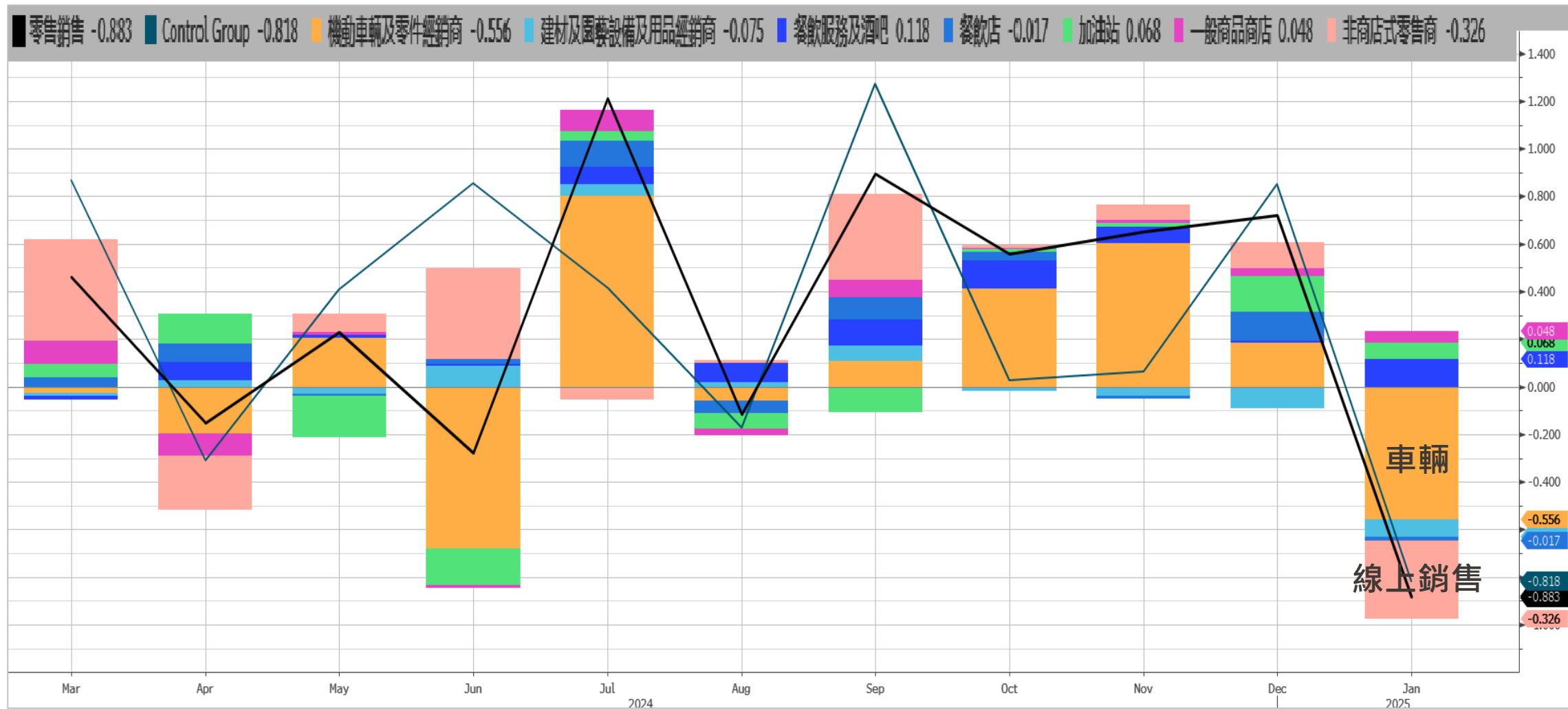
過去通常Fed至少需要看到三個連續偏低的通膨數據形成趨勢 才比較會有下一步方向及動作  
故上半年降息可能性已經大大降低





# 零售暫時月跌 主要受車輛及線上銷售拖累

之前年底出現一波消費潮與關稅戰前的提前購買 當然目前就容易出現一些落差





已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

# 美國整體經濟表現近日不如預期(服務業,零售,房市)

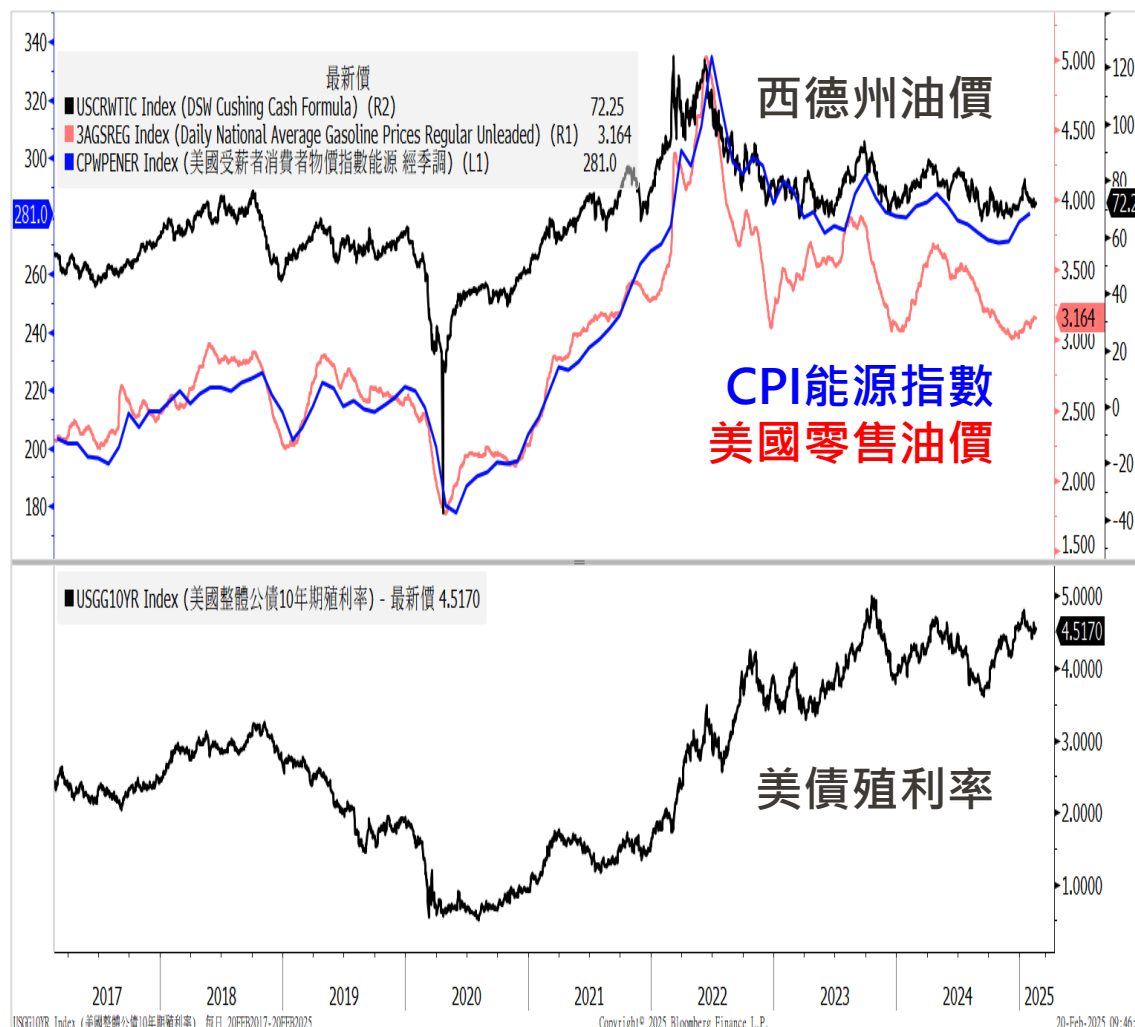






# 債市:美財長強調維穩美債(價量) 也穩定了投資者信心

擴大原油供應可降低油價及通膨 加上穩定債券供給(甚至停止QT) 有助殖利率穩定或偏下



美元

財長表示川普領導下的美國**繼續奉行強勢美元政策**，我們希望美元走強。我們不希望其他國家通過本幣貶值來操縱貿易。

美債

財長表示川普政府**關注的是10年期國債殖利率的相關政策舉措**，而不是聯儲會是否會降息的問題，在可預見的未來財政部的債券發行策略不會有任何變化。未來幾季較**長期債券發行規模保持穩定**。  
1月底FOMC會議記錄關於未來幾個月與債務上限動態相關的儲備金可能出現大幅波動的可能性，**多位與會者指出，在這一事件得到解決之前，考慮暫停或減緩資產負債表縮減可能是適當的。**

油價

財長表示重申通過**擴大能源供應，可以降低通膨**。能源對他們來說是衡量長期通膨預期的最可靠指標之一。

政府效率部

財長Bessent表示親自審查過馬斯克政府效率團隊中對聯邦支付數據有只讀權限的財政部員工，財政部支付系統沒有被修改，對馬斯克團隊充滿信心，會節省大量成本。美財長稱政府效率部迄今可**擷節550億美元**。**(擷節支出 減少赤字與發債)**





# 債市三利多(1)發行穩定(2)赤字減少(3)QT縮小或停止

根據美財政部公布最新融資計畫 未來數月維持穩定

TBAC RECOMMENDED US TREASURY FINANCING SCHEDULE FOR FEBRURARY 2025-APRIL 2025 QUARTER

\* BILLIONS OF DOLLARS

|                                            | Auction Month | 2-Year Notes | 3-Year Notes | 5-Year Notes | 7-Year Notes | 10-Year Notes | 20-Year Bonds | 30-Year Bonds | 5-Year TIPS | 10-Year TIPS | 30-Year TIPS | 2-Year FRN |
|--------------------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|-------------|--------------|--------------|------------|
| Historical Reference                       | Aug-24        | 69           | 58           | 70           | 44           | 42            | 16            | 25            |             |              | 8            | 28         |
|                                            | Sep-24        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            |             | 17           |              | 28         |
|                                            | Oct-24        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            | 24          |              |              | 30         |
|                                            | Nov-24        | 69           | 58           | 70           | 44           | 42            | 16            | 25            |             | 17           |              | 28         |
|                                            | Dec-24        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            | 22          |              |              | 28         |
|                                            | Jan-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            |             | 20           |              | 30         |
| Recommendations for this Refunding         | Feb-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 42            | 16            | 25            |             |              | 10           | 28         |
|                                            | Mar-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            |             | 18           |              | 28         |
|                                            | Apr-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            | 25          |              |              | 30         |
| Provisional Indications for Next Refunding | May-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 42            | 16            | 25            |             | 18           |              | 28         |
|                                            | Jun-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            | 23          |              |              | 28         |
|                                            | Jul-25        | 69           | 58           | 70           | 44           | 39            | 13            | 22            |             | 21           |              | 30         |

\* This financing table is meant to be illustrative based on meeting discussions and does not indicate how Treasury will actually issue debt in the future.

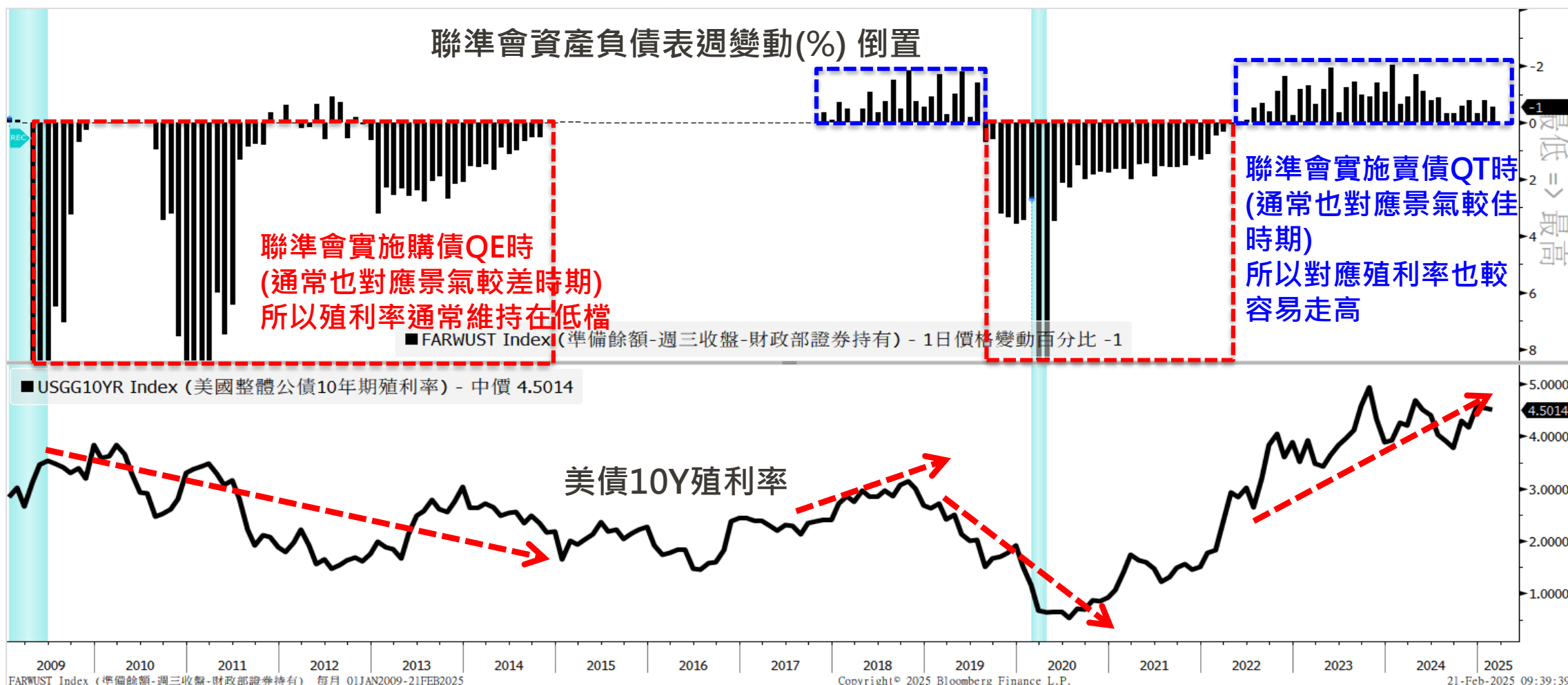
\*\* Shaded area indicates actual prior auction sizes provided for reference.





# 債市三利多(1)發行穩定(2)赤字減少(3)QT縮小或停止

傳出今年聯準會考慮暫停或減緩資產負債表縮減





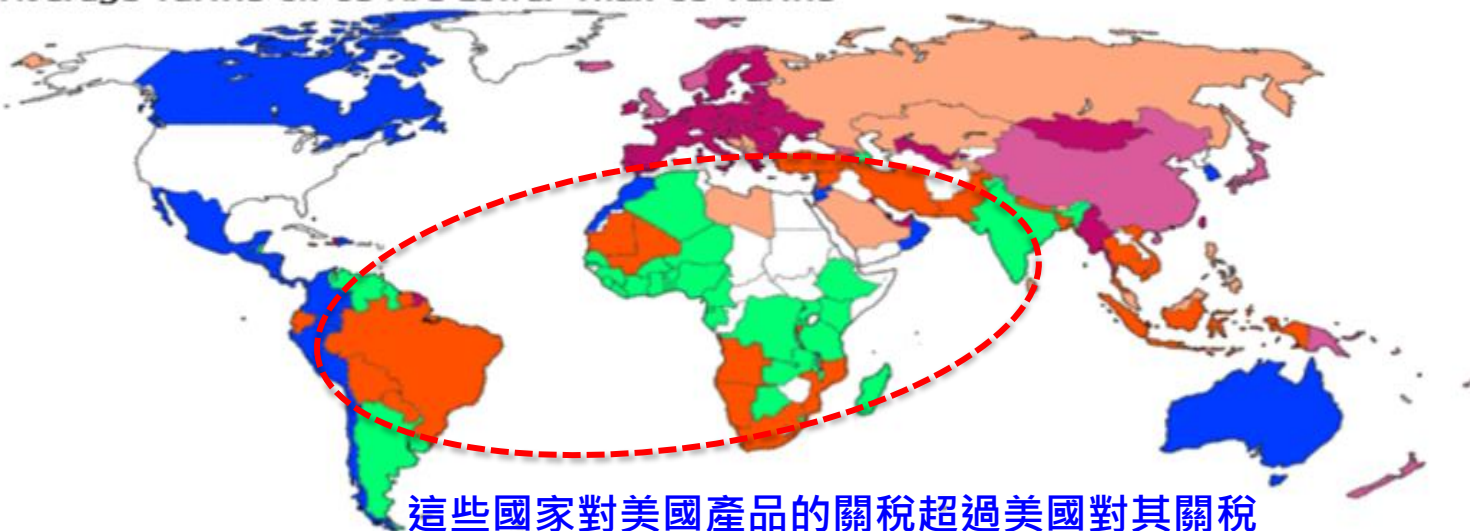
# 川普又拋出對等關稅 最快4月上路

A國對美國產品課多少關稅，美國也對A國產品課多少故上半年降息可能性已經大大降低

各國對美國進口商品徵收的關稅及美國關稅稅率

## Countries' Tariffs on US Versus US Tariffs on Them

- Free Trade Agreement
- Average Tariffs on US Exceed US Tariffs by 10ppt or More
- Average Tariffs on US Exceed US Tariffs by 5 to 10ppt
- Average Tariffs on US Exceed US Tariffs by 2 to 5ppt
- Average Tariffs on US Exceed US Tariffs by Less Than 2ppt
- Average Tariffs on US Are Lower Than US Tariffs



Source: UNCTAD TRAINS, Office of the United States Trade Representative  
Note: Uses simple average (effectively applied rates) from latest year available (2023 or earlier). Uses EU average for all EU countries. US-China accounts for all additional tariffs (Bloomberg Economics' estimates).

Bloomberg

➤ 南美洲(阿根廷及巴西)、非洲和南亞(印度及中東國家)等經濟體對美國平均徵收的關稅要比美國對其徵收的關稅高得多。意味著如果美國真的實施對等關稅，這些經濟體將面臨最大的關稅衝擊。

➤ 一些貿易夥伴已經開始尋求緩解之道，例如印度在最近的對一些關稅大幅下調。川普與印度總理莫迪會晤，雙方將開啟貿易談判。

➤ 大多數發達經濟體，特別是在歐洲，對美國商品徵收的關稅稅率平均而言與美國對其徵收的關稅稅率大致相當。





# 政策:川普選前政見與選後政策轉變與落差 市場疲乏?

| 議題或政策     | 選前政見或言論                                                              | 目前政策或現況                                                 |
|-----------|----------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 對墨加貿易     | 多次表示上任第一天(1/20)就會簽署行政命令，對墨西哥和加拿大進口商品課25%關稅。                          | 2/4宣佈對加墨課徵關稅，但隨後又迅速宣佈延後30天                              |
| 對中貿易      | 表示上任第一天對中國就會課關稅60%，也一度宣佈終止對來自陸港小件包裹關稅豁免。                             | 目前先對中國課10%，雙方還再談，中國對此反制力道不大，留下協商空間。<br>終止小件包裹的關稅豁免又被推遲。 |
| 對鋼鋁及汽車的關稅 | 2025/2/11下令對進口的鋼鐵和鋁徵收25%的關稅。<br>2025/2/19表示可能會對汽車、半導體和藥品進口徵收約25%的關稅。 |                                                         |
| 俄烏戰爭      | 川普選前撂話當選後1天內結束俄烏戰爭。                                                  | 川普、普亭通話將結束俄烏戰爭，把歐盟與烏克蘭排除在外，川普稱澤連斯基為獨裁者。                 |
| 通膨        | 承諾將從上任第一天起降低物價。                                                      | 1月物價月增0.5%，通膨又升溫。                                       |
| 聯準會       | 應該馬上降息，對貨幣政策應有更多話語權。                                                 | 財政部長表示尊重聯準會獨立性，川普關心的是美債殖利率。                             |
| 台積電       | 點名台灣搶走美國的晶片生意。                                                       |                                                         |
| 加拿大格陵蘭    | 美國總統當選人川普提出要掌控加拿大、格陵蘭、巴拿馬運河等驚世言論。                                    |                                                         |



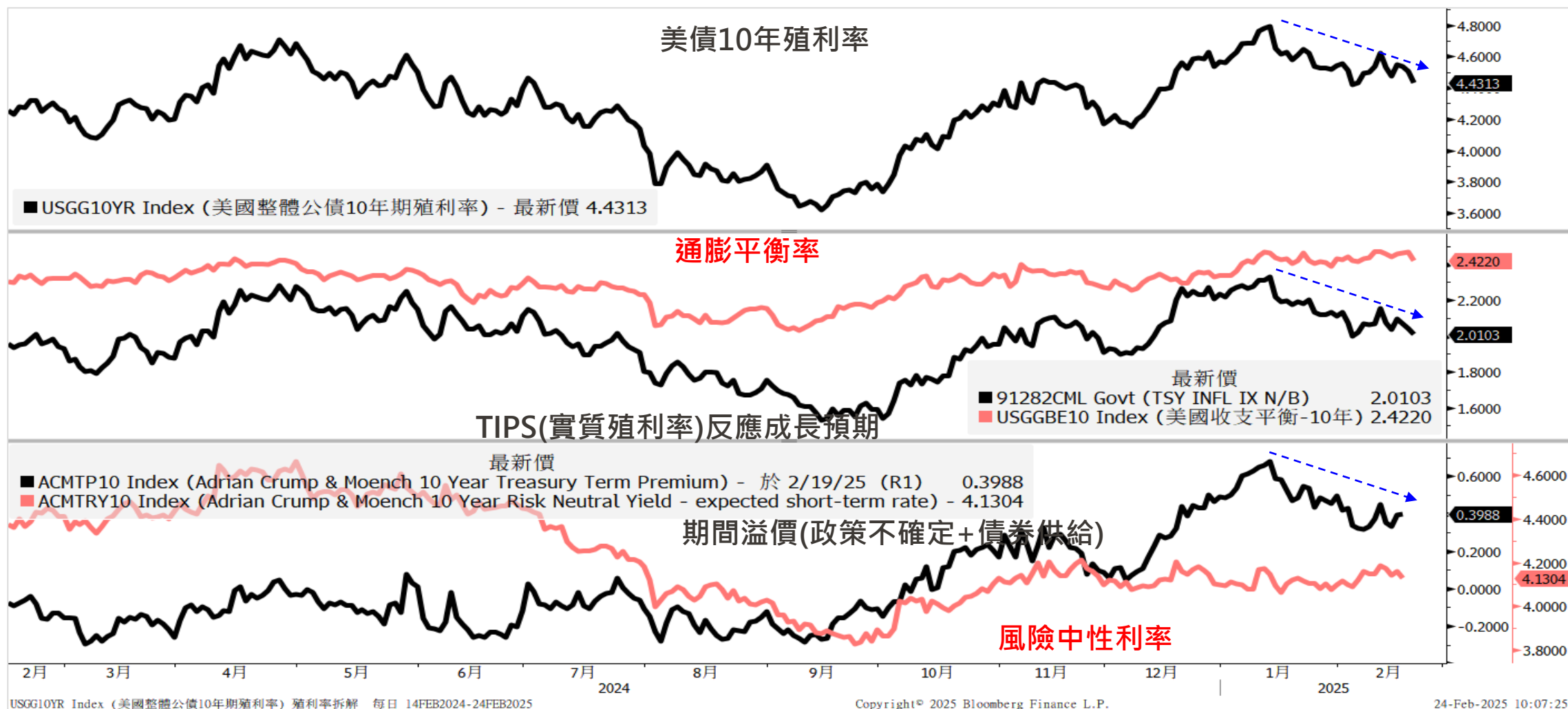
已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

# 利率:近期殖利率隨**成長預期**與**期間溢價**走低而回落





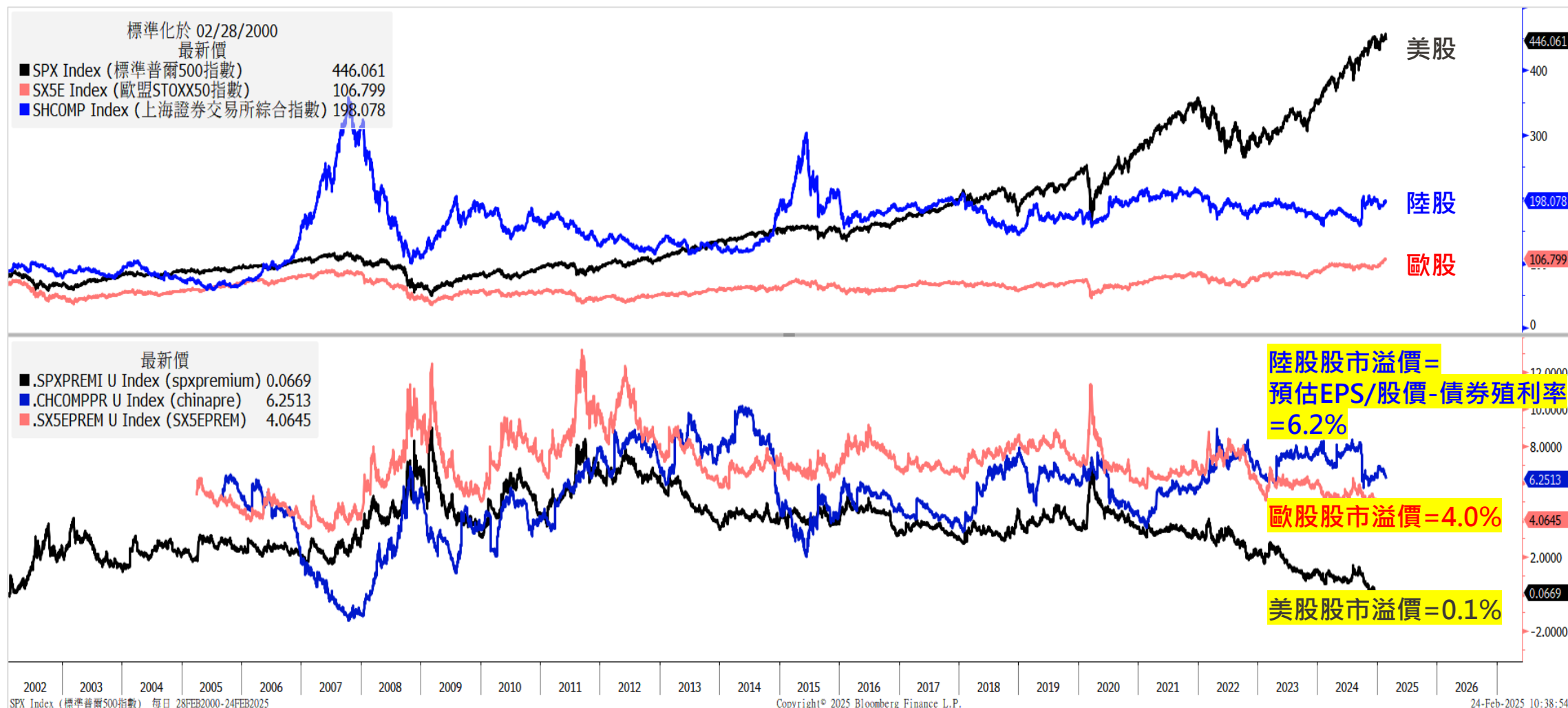
已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

# 今年以來市場注意力略轉向 **歐股與陸股** 相對便宜

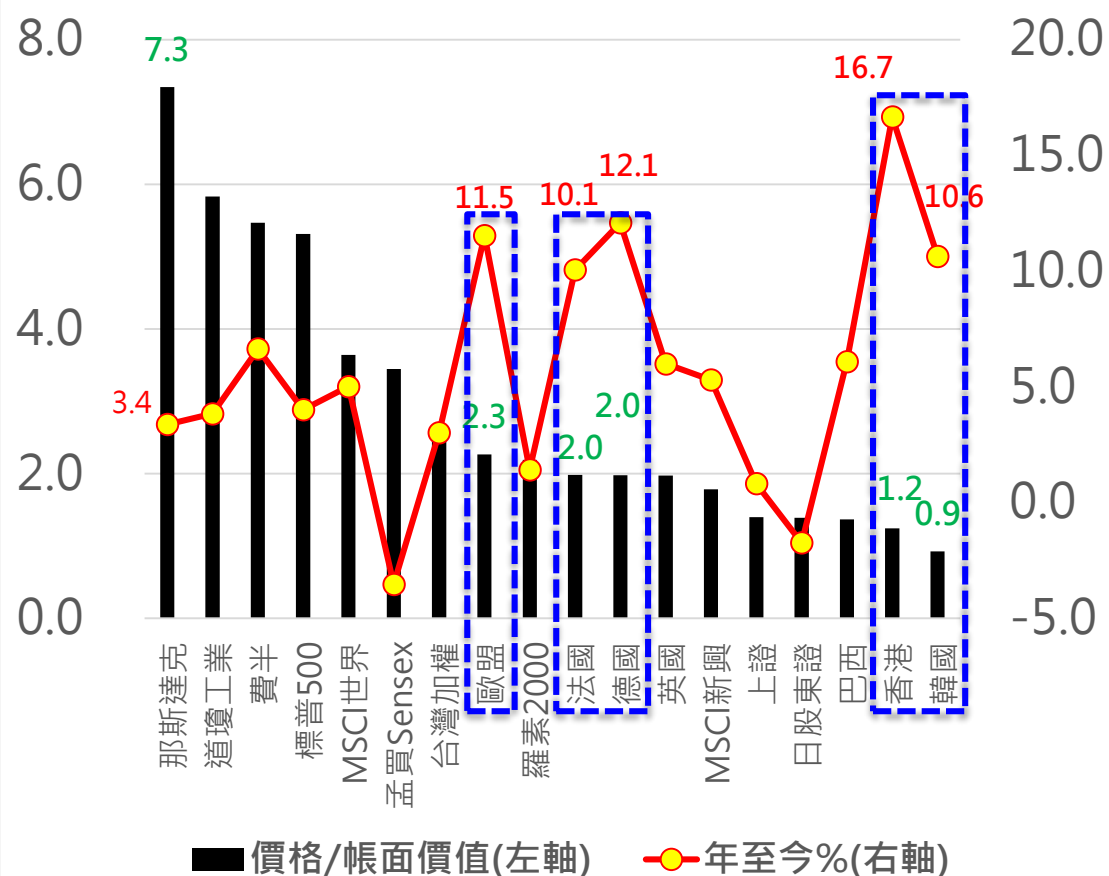




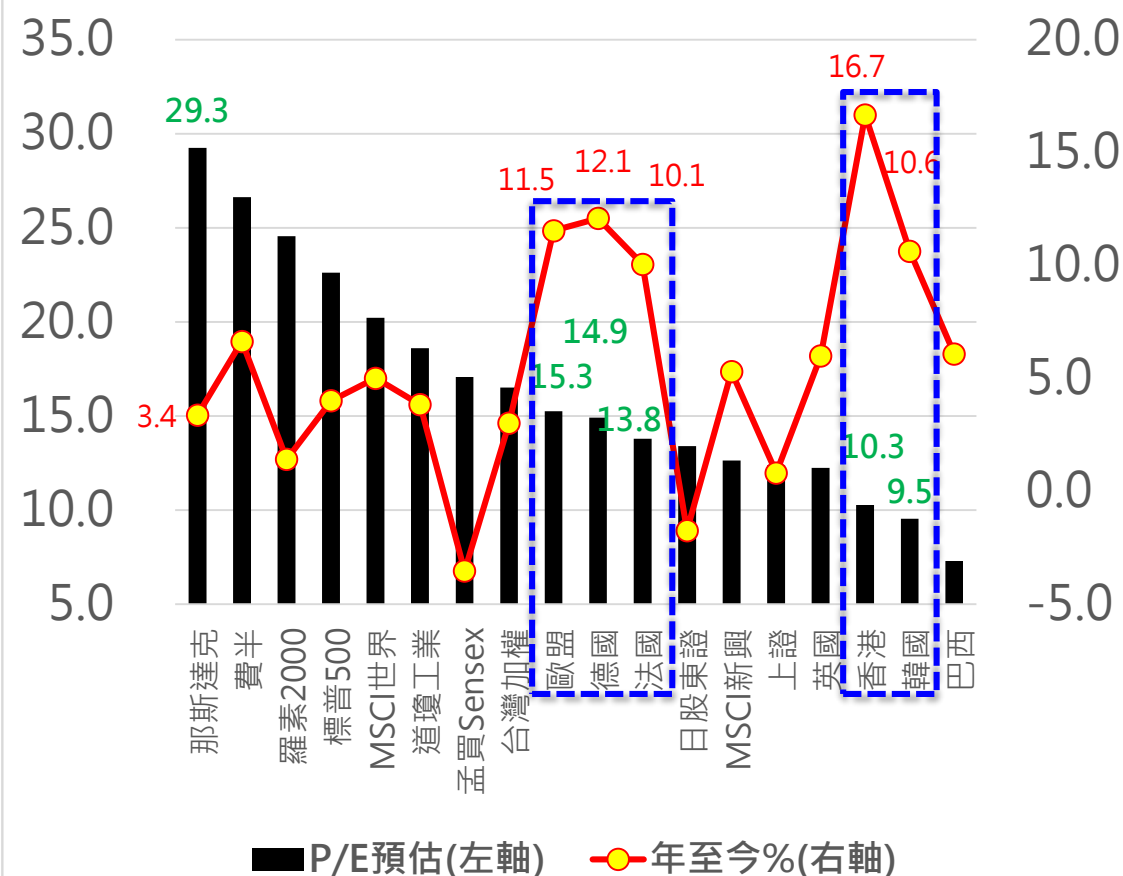


# 美股:今年全球股市風格似轉變 美股漲幅不大 低基期及評價便宜的股市較有表現

## 主要股市PB與今年以來漲幅(%)

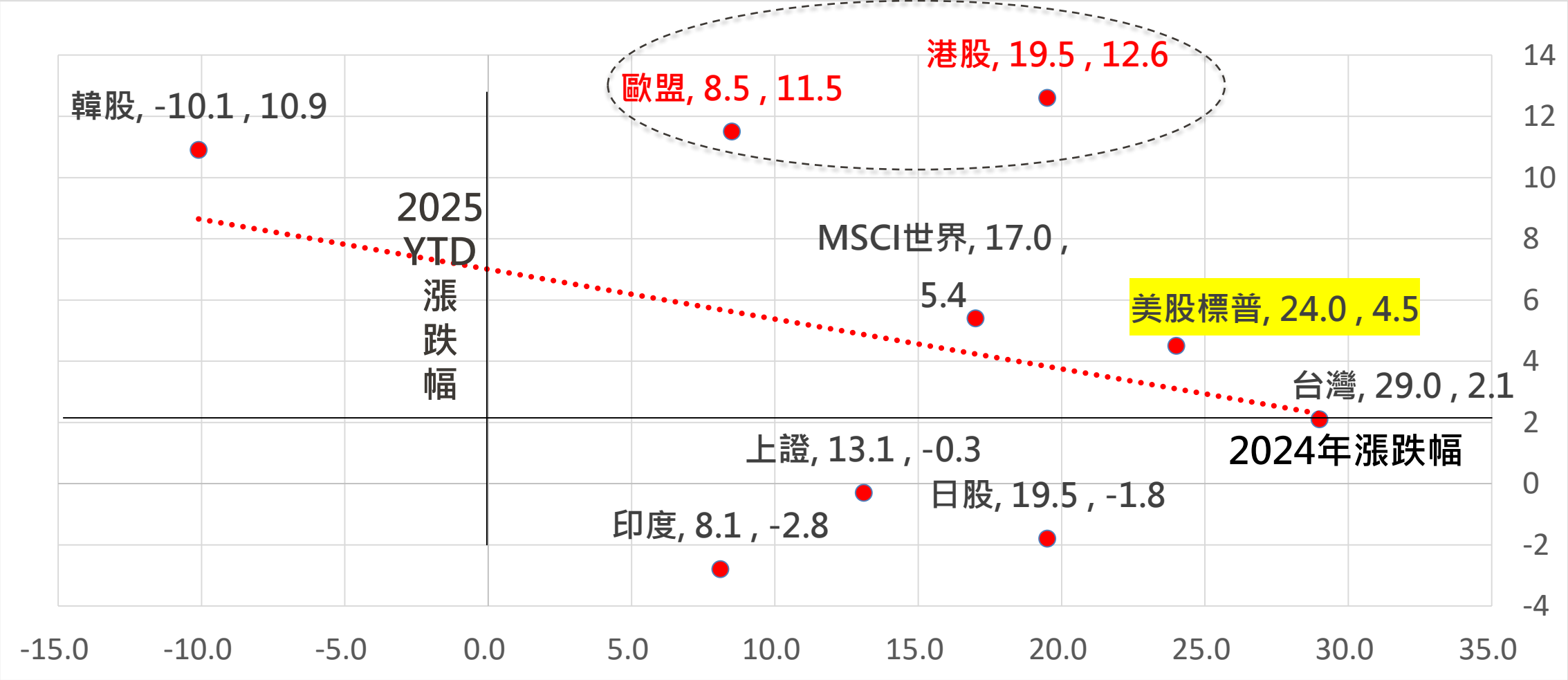


## 主要股市預估PE與今年以來漲幅(%)





# 美股:今年全球股市風格似轉變 美股漲幅不大 低基期及評價便宜的股市較有表現





# 美股:今年以來美股標普前10大貢獻 有7家非Mag 7

## Meta Is Now King

The tech company topped Nvidia as SPX's top driver of returns

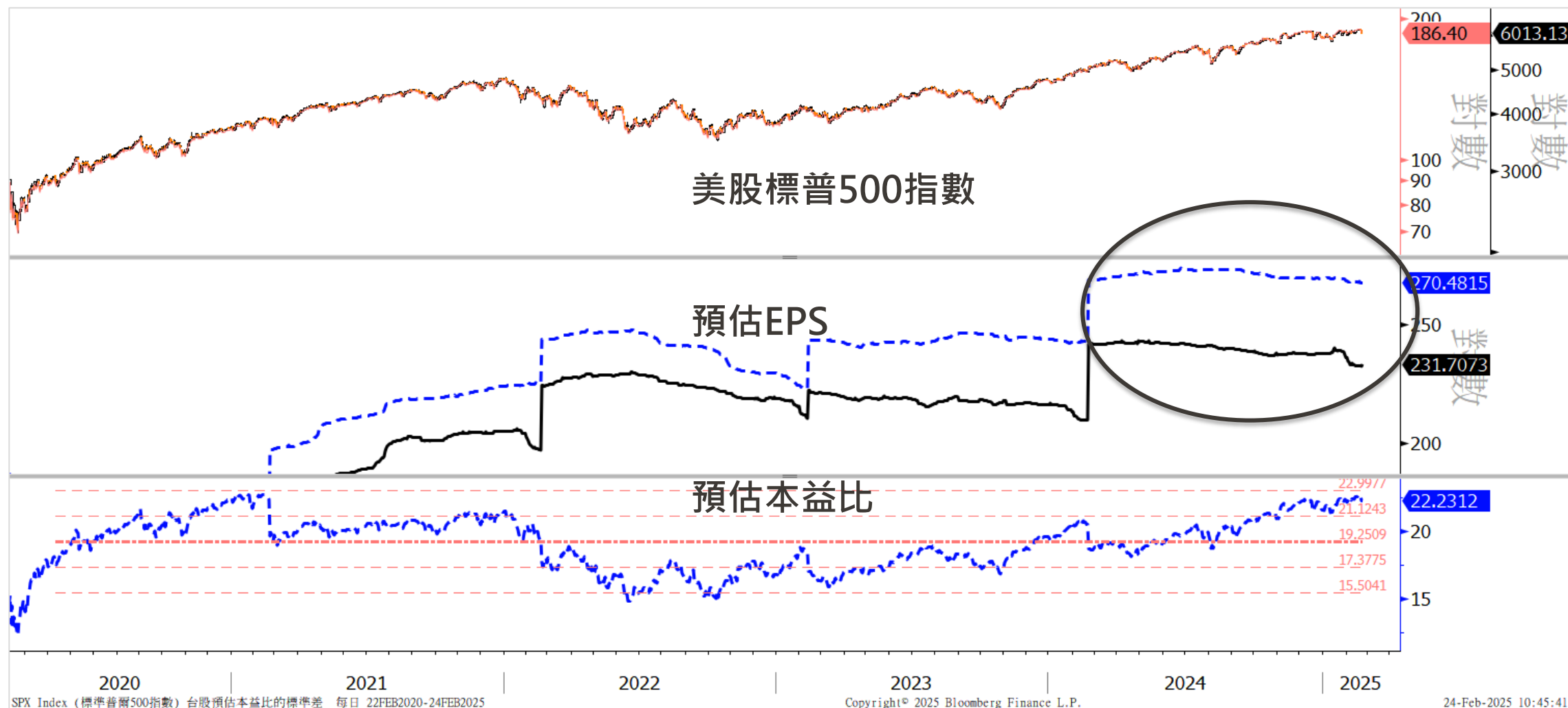
| Stock Name            | Total Return (%) | Contribution to Return (%) |
|-----------------------|------------------|----------------------------|
| META PLATFORMS        | 22.4             | 13.0                       |
| NVIDIA                | 3.8              | 5.7                        |
| JPMORGAN CHASE        | 17.4             | 5.5                        |
| PALANTIR TECHNOLOGIES | 64.8             | 4.6                        |
| VISA                  | 13.1             | 3.2                        |
| AMAZON.COM            | 3.3              | 3.2                        |
| ELI LILLY & CO        | 11.2             | 3.0                        |
| COSTCO WHOLESALE      | 15.4             | 2.7                        |
| NETFLIX               | 16.2             | 2.7                        |
| WALMART               | 14.9             | 2.7                        |

Source: Bloomberg

Bloomberg



# 美股:市場對於美股企業盈餘成長預估有點保守停滯





已開發市場

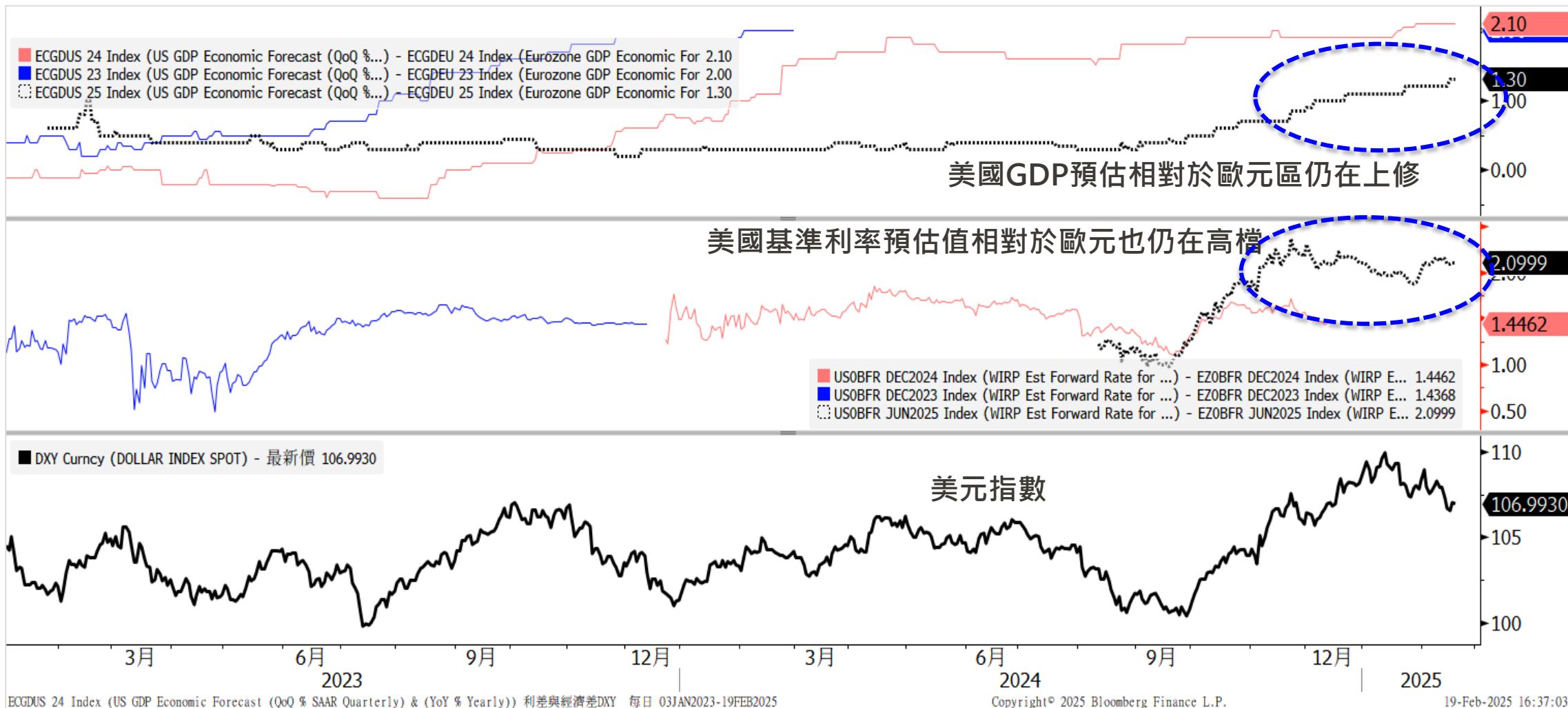
新興市場

商品市場

債券市場

# 美元:相對景氣表現與利差支撐美元高檔 再下跌有限

加上川普支持眾議院共和黨的4.5萬億美元減稅方案





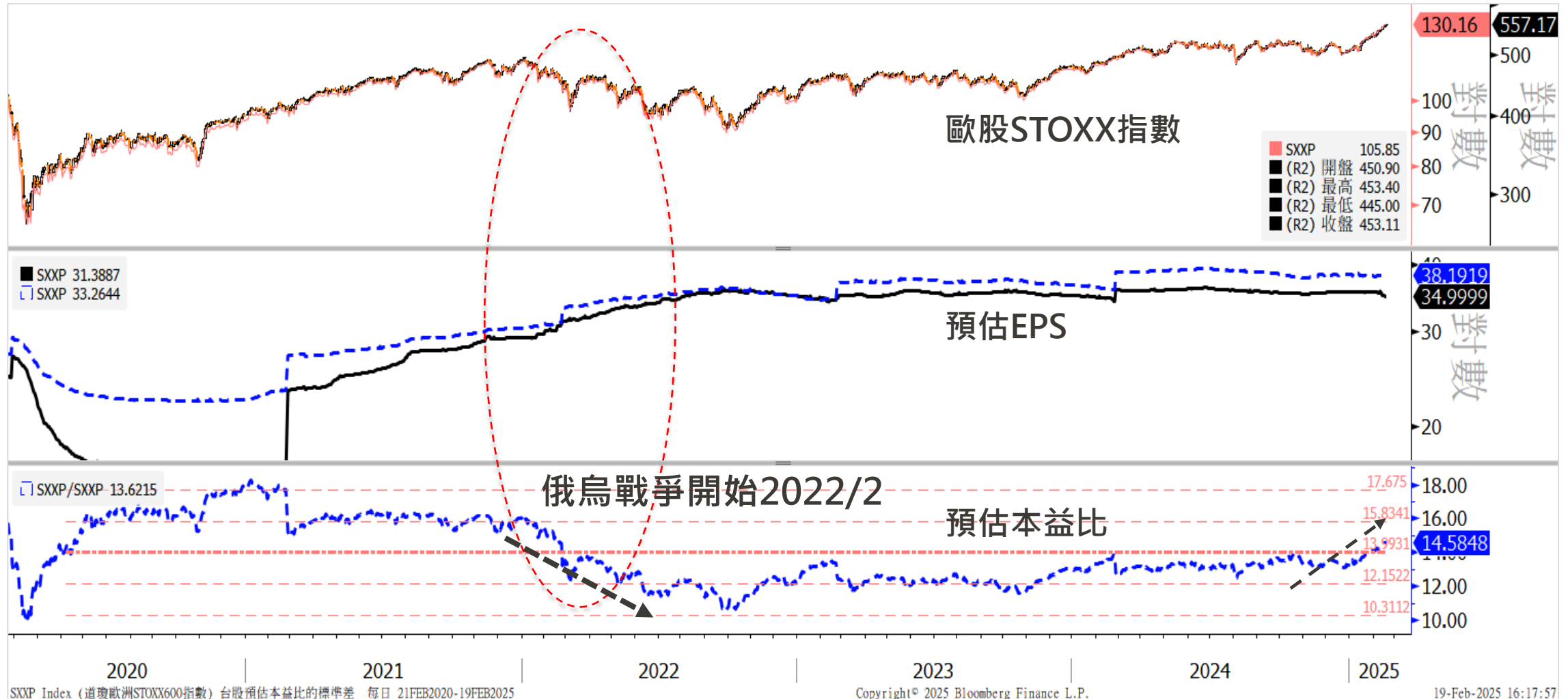
已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

# 歐洲:股市評價 可望因俄烏戰爭結束而回穩(Re-rating)

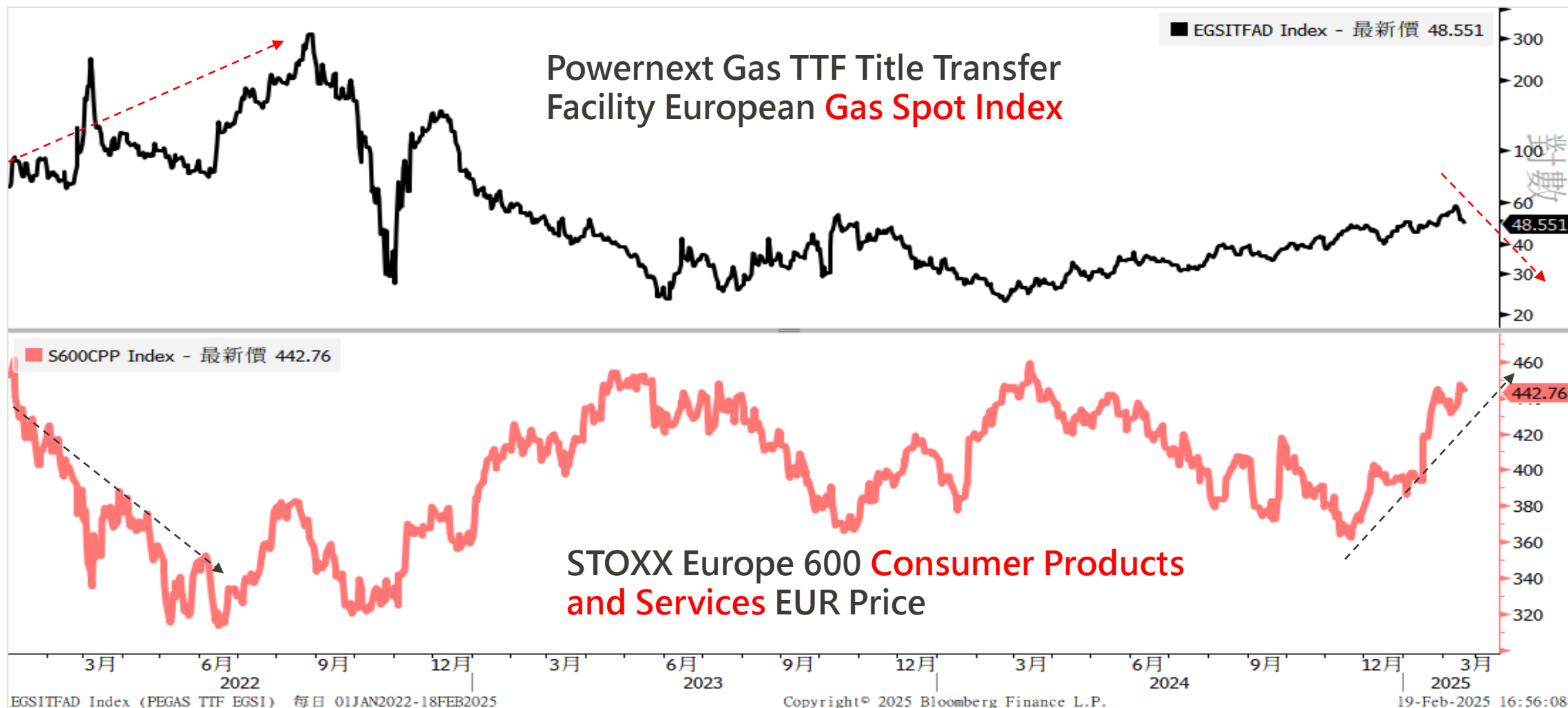






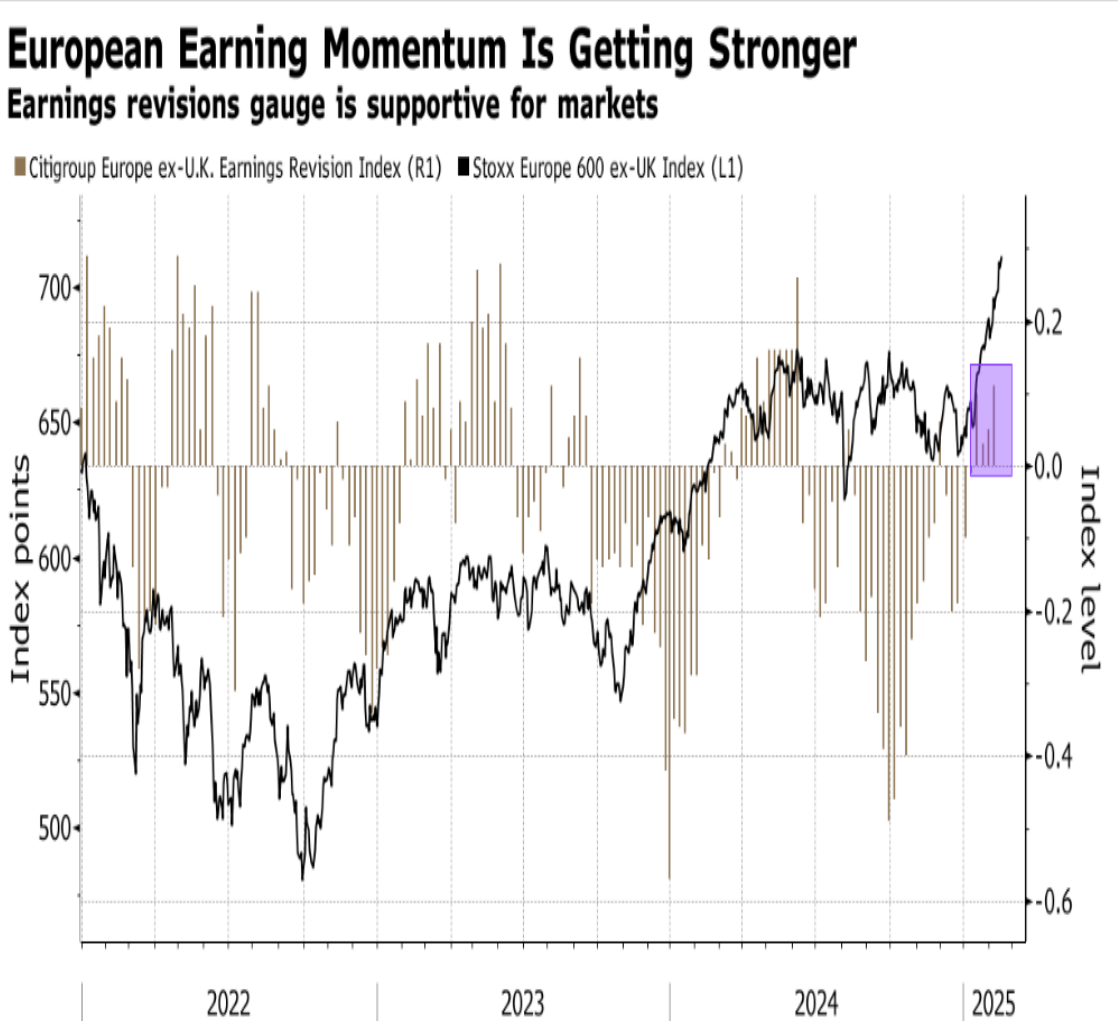
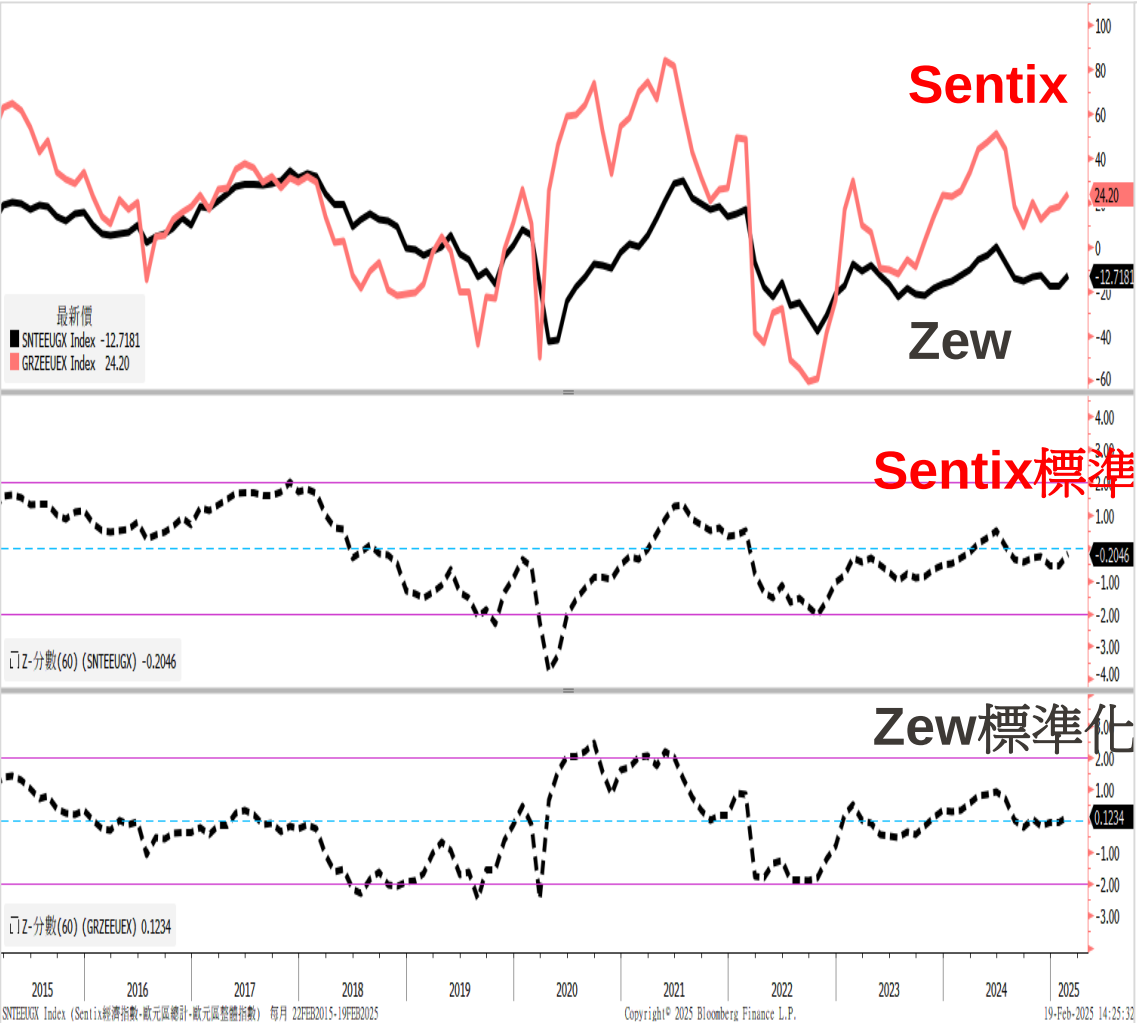
# 歐洲:天然氣價格下跌也有助於消費及相關類股

下圖歐洲天然氣價格與消費類股反向 主因天然氣價格高時 歐洲民眾可能必須樽節支出





# 歐洲:景氣指標回穩 企業盈餘上修





已開發市場

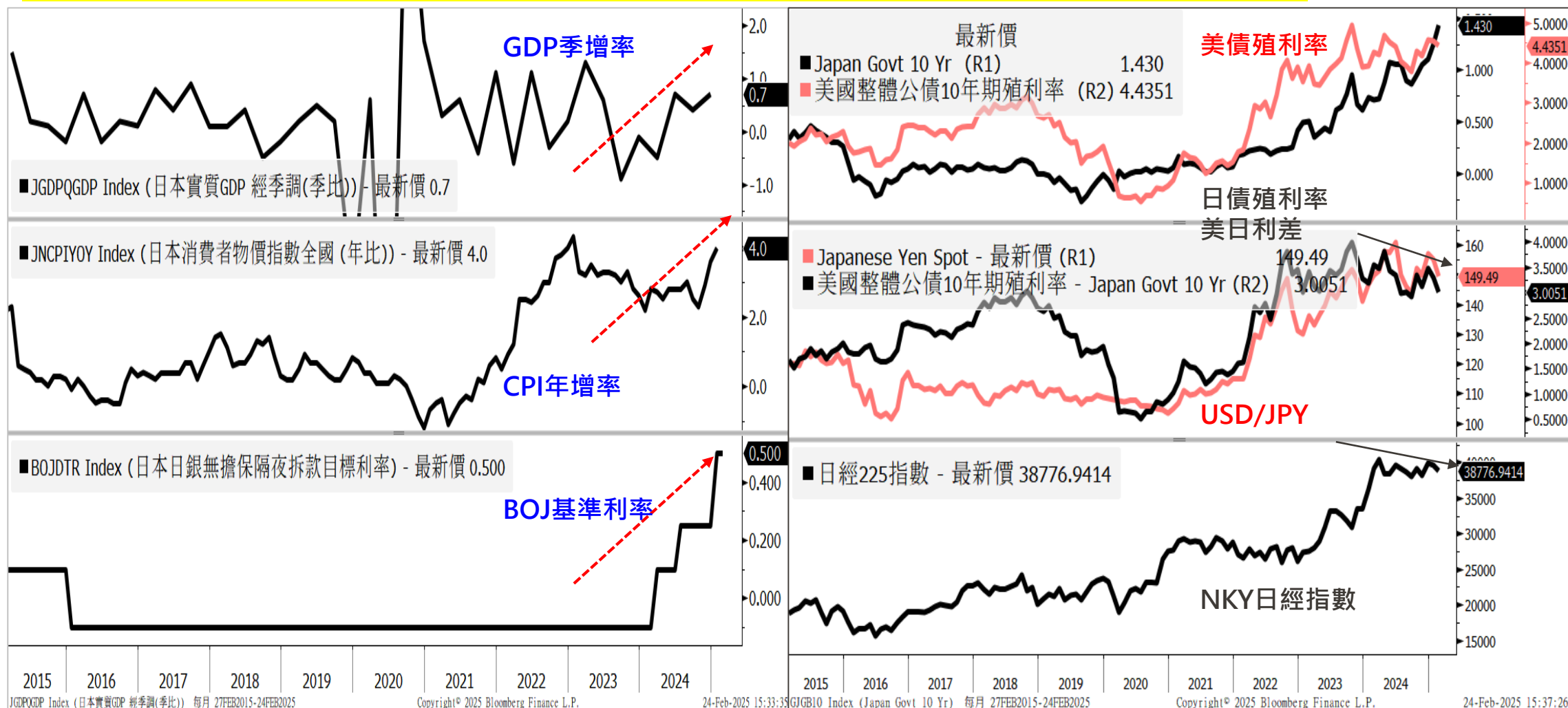
新興市場

商品市場

債券市場

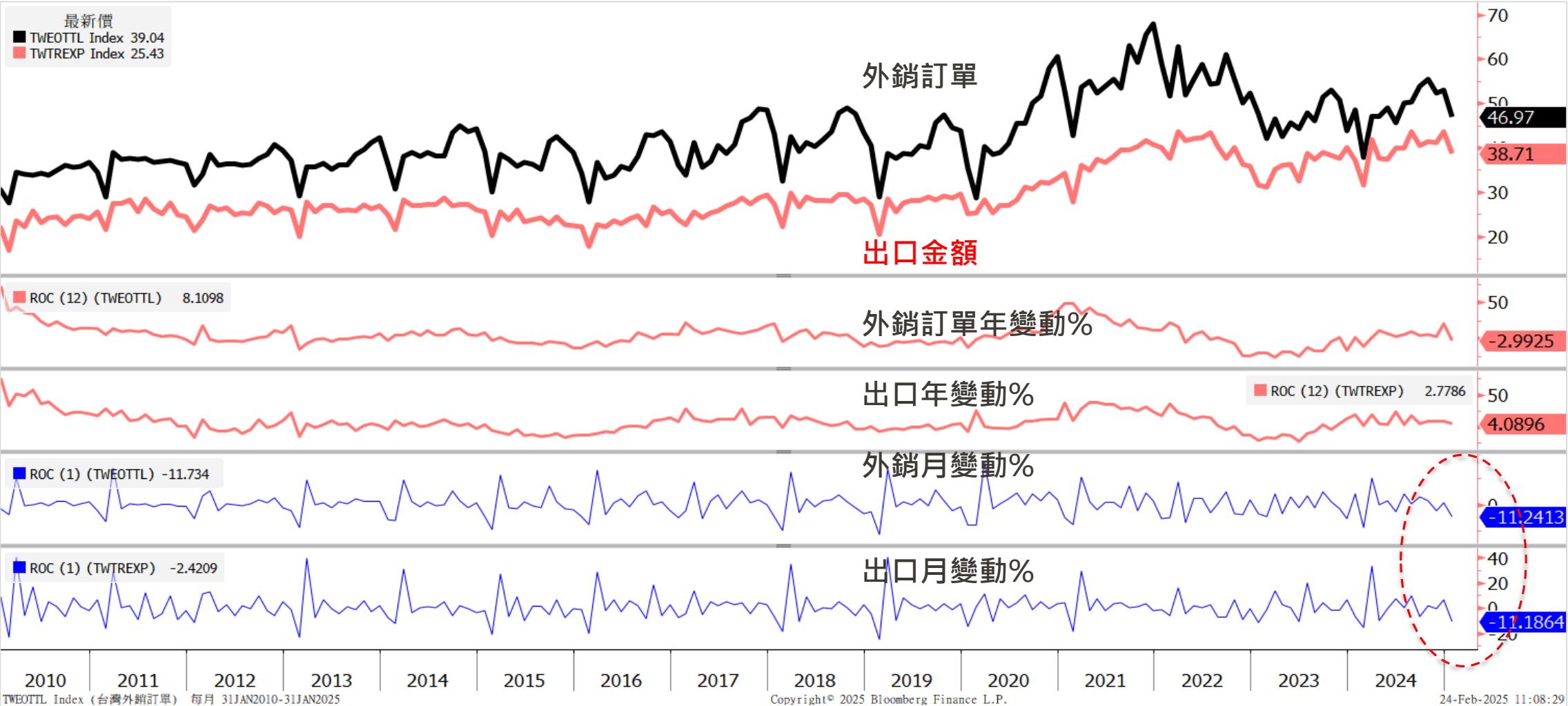
# 日本經濟成長與通膨偏高 BOJ年內仍有升息空間

日圓升息而美元不變或降息 利差將使得日圓持穩或偏強 則日股相對較難有表現





# 台灣：1月出口與外銷因春節落點在1月 月減率11%





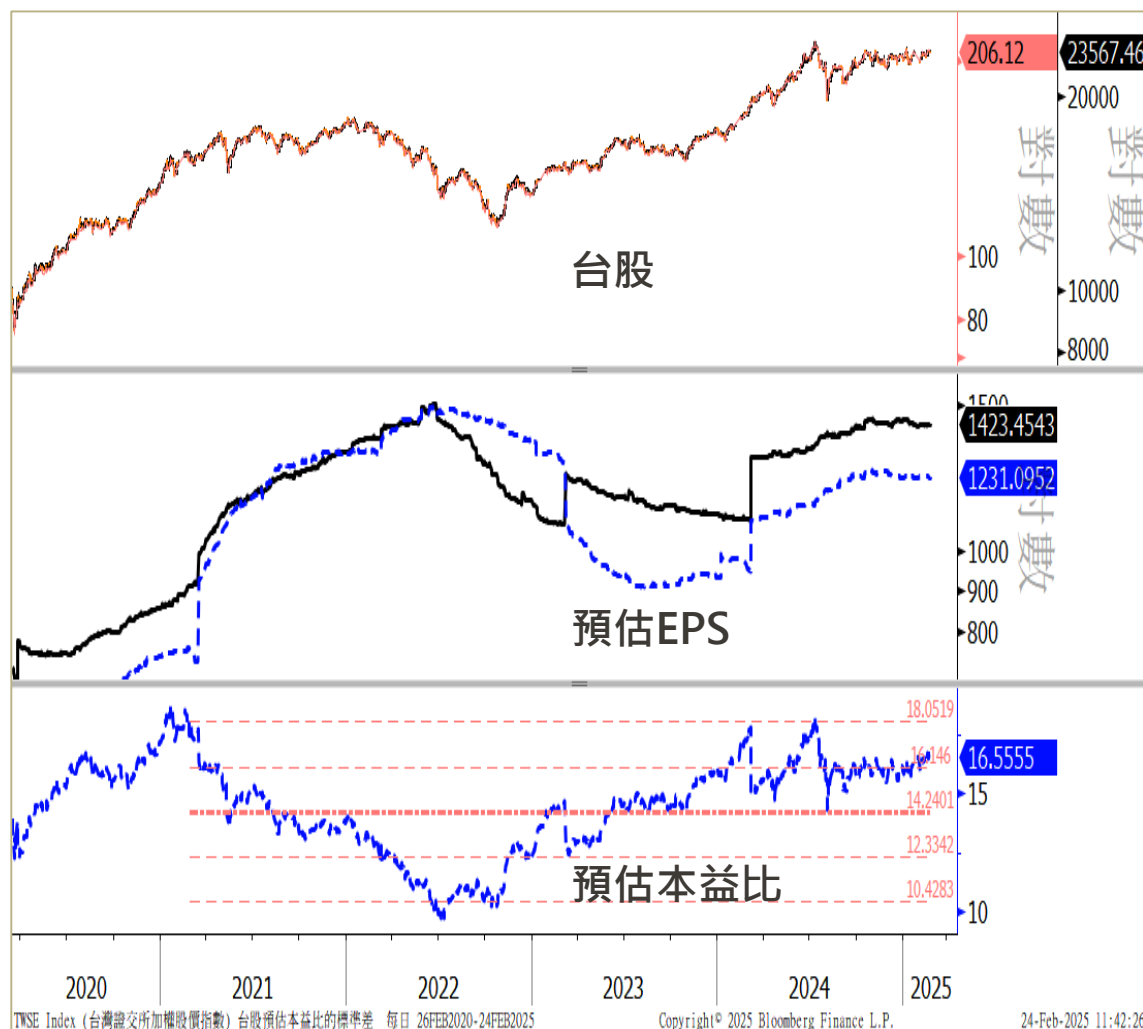
# 台股：觀察1月物價偏高是否為暫時季節性因素 否則後續不排除可能有需要升息







# 台積電面對川普的下一步 輕則成本提高 重則技術

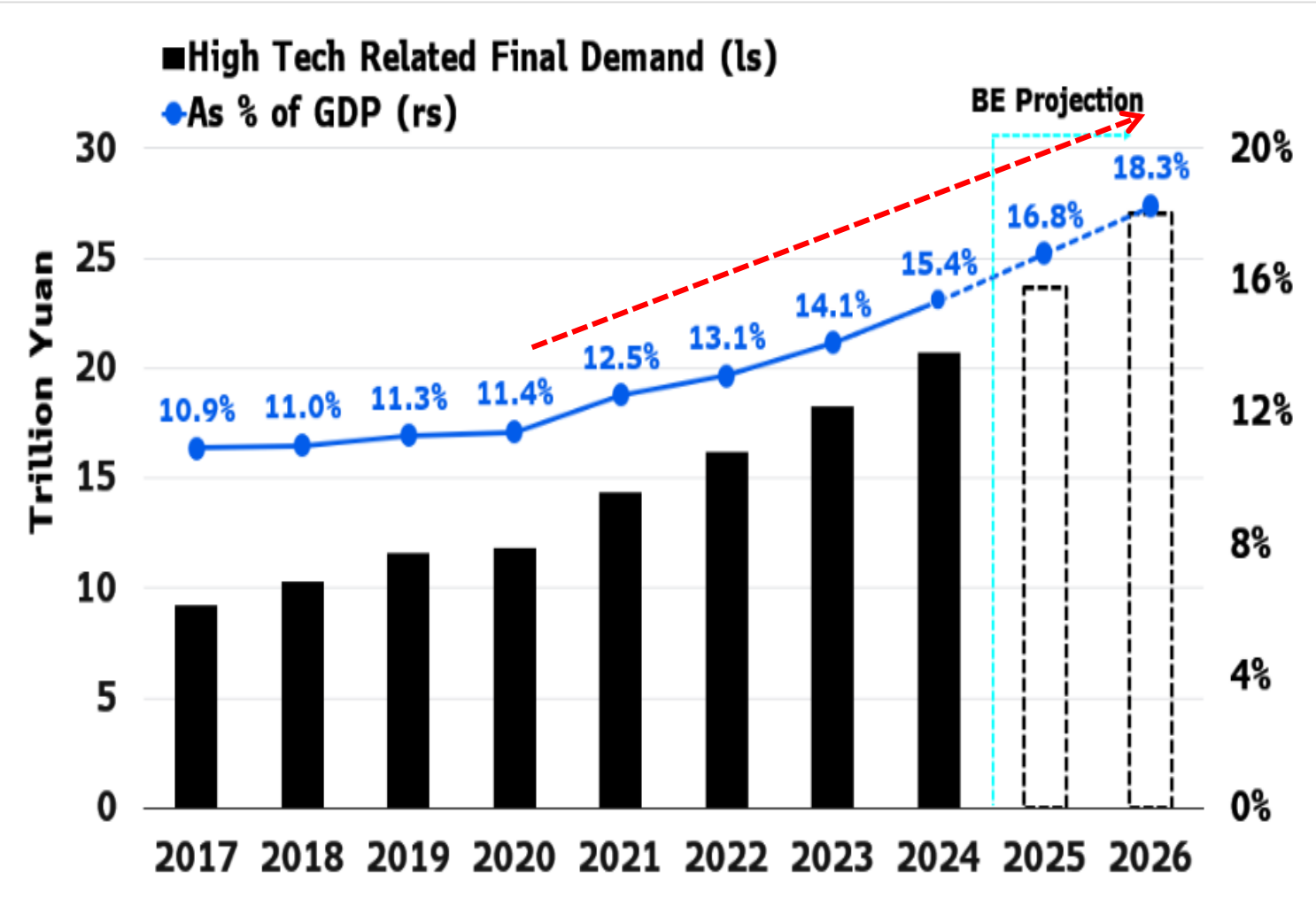


- 基本上我們認為的台積電未來發展的可能基本情境有三:
  1. 增加台積電在美的投資或生產(相對比較簡單，會造成台積電的成本提高，毛利率淨利率等可能受到影響)，台積電的法說會提到海外廠區的稀釋影響每年將達 2%-3%，但赴海外或美國設廠之影響相對可控制，而且美國設廠曠日廢時，大約五年，然後又改朝換代了。
  2. 技術外流至Intel，此種衝擊最大，對台積電的股東權益也最不利，目前機率相對不高(但川普的邏輯沒什麼是不可能的)
  3. 讓川普加關稅，或讓它知道不應該課，美台兩敗俱傷，美國科技公司都需要台積電的晶片，議價能力較強可以將關稅成本做適度轉嫁
- 台積電董事長魏哲家近期已在董事會中定調，未來將加快亞利桑那州晶圓廠的建設進程，其中第三座晶圓廠預計於今年中正式動工，台積電方面也考慮在美國設置CoWoS先進封裝工廠，以回應美方對技術本土化的要求。此外，亞利桑那州晶圓廠的時程將全面加快，第一座晶圓廠預計在2025年初量產4奈米製程，第二座晶圓廠則計畫在2026年第一季開始設備安裝，第三座晶圓廠則預計2027年試產、2028年量產，較原定計畫提前一年。





# 陸股港股:從Deepseek到民企座談 釋支持科技業訊號



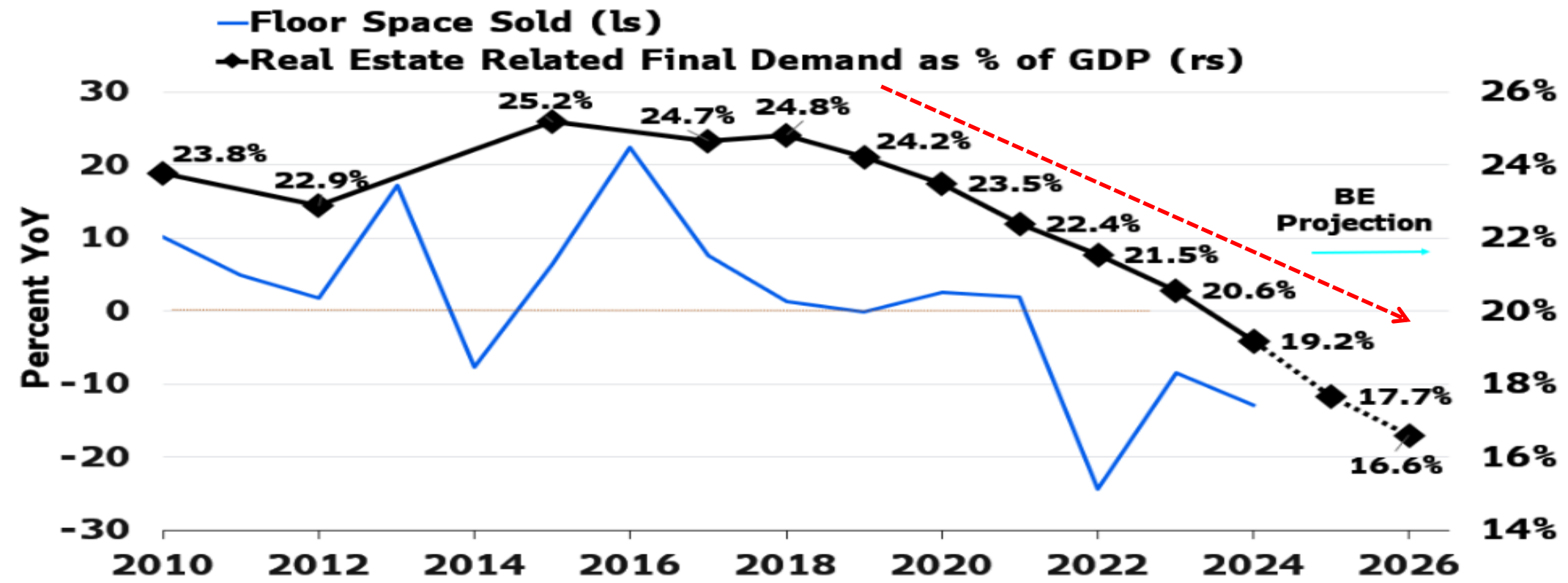
中國政策制定者似乎比以往任何時候都更加關注經濟從房地產開發驅動轉型至高科技。習近平時隔七年後出席民營企業座談會，賓客有華為、騰訊、小米、寧德、比亞、美團等公司領導人及宇樹科技的王興興(機器人)和幻方量化創始人梁文鋒(DeepSeek)等等也出席會議。





# 陸股港股:長期房地產業對中國經濟的佔比回落

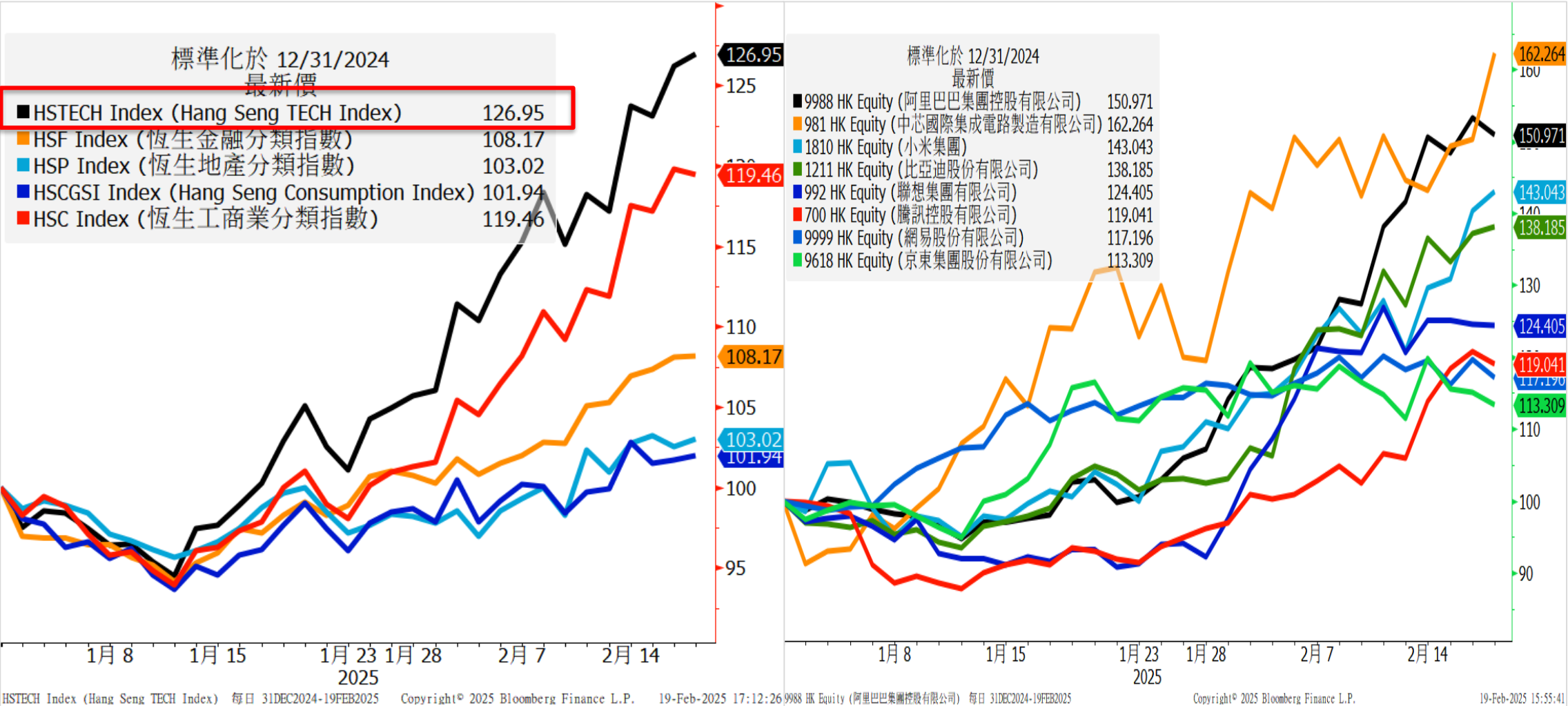
## Shrinking Property Sector



Source: NBS, Bloomberg Economics



# 陸股港股：科技類股表現強勁 所帶動







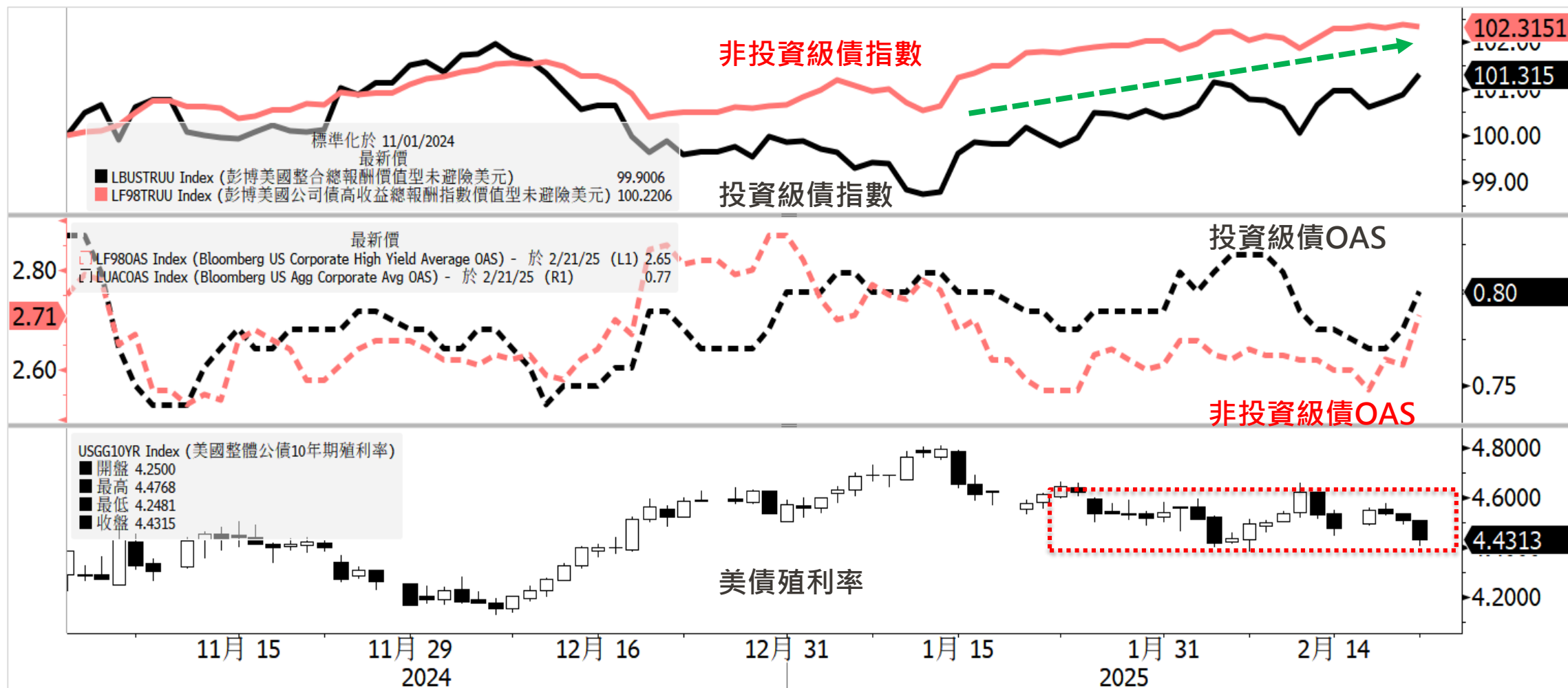
已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

# 債市:無風險利率持穩或略偏下 信用債價格穩定回升



LBUSTRUU Index (彭博美國整合總報酬價值型未避險美元) 三信用債與殖利率 每日 01NOV2024-24FEB2025

Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

24-Feb-2025 08:44:42





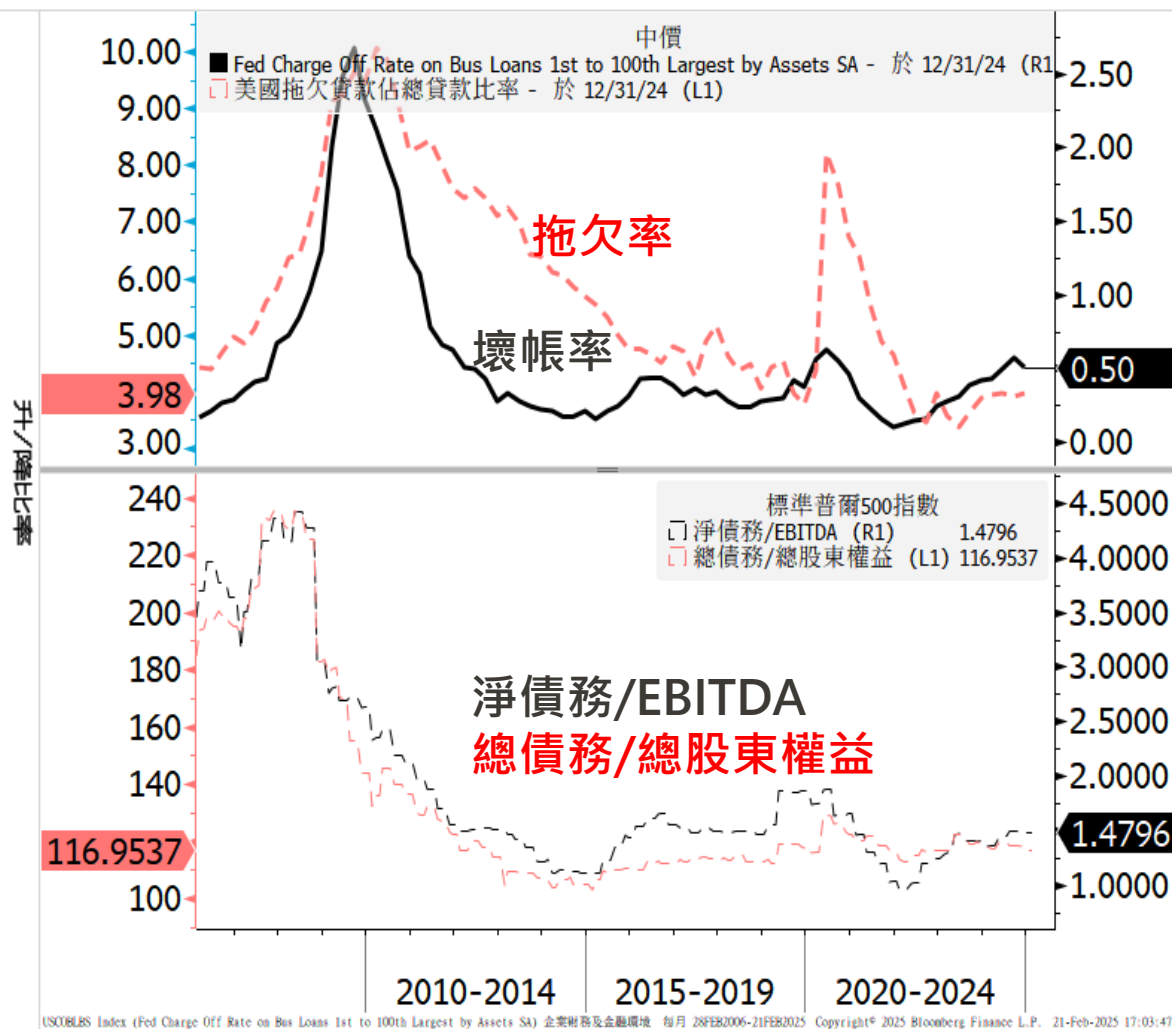
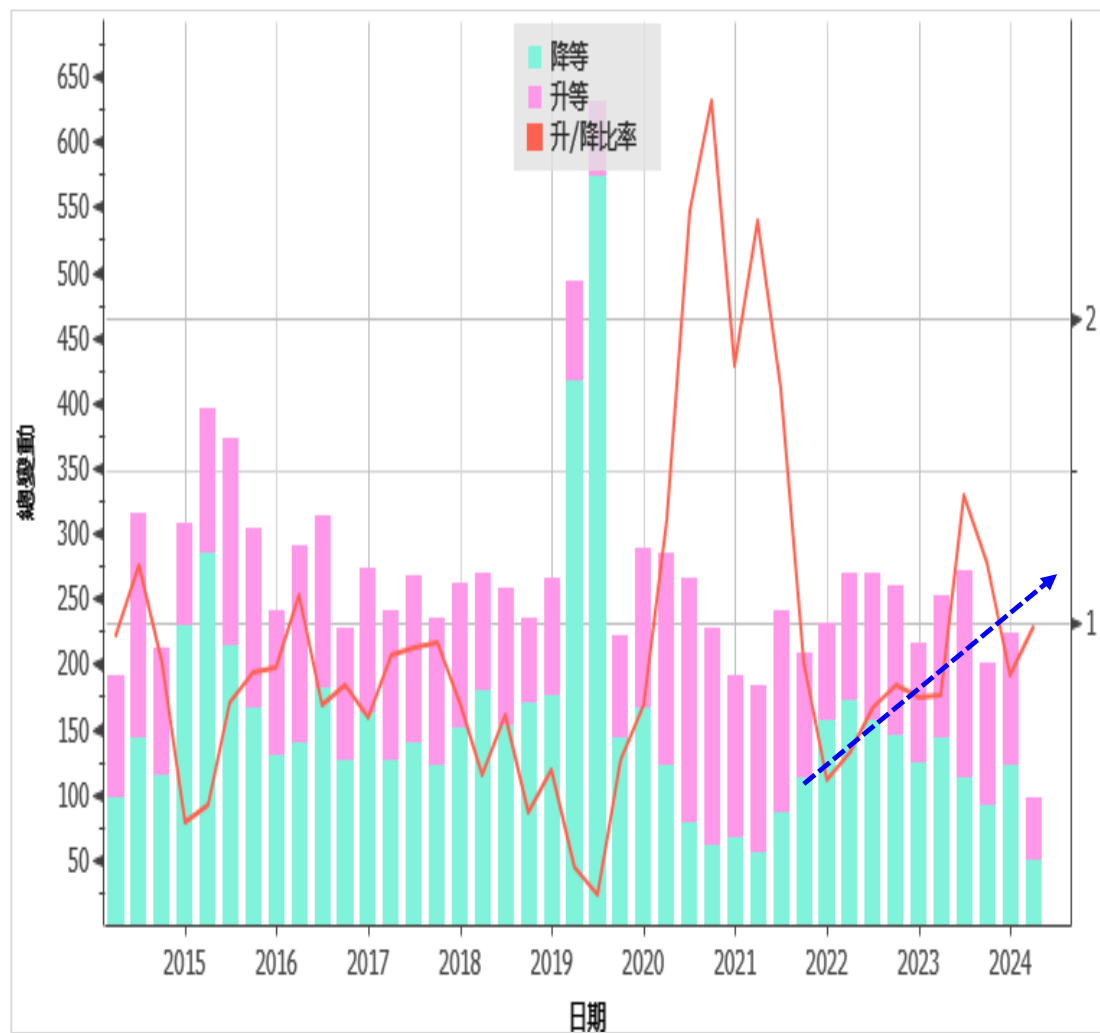
已開發市場

新興市場

商品市場

債券市場

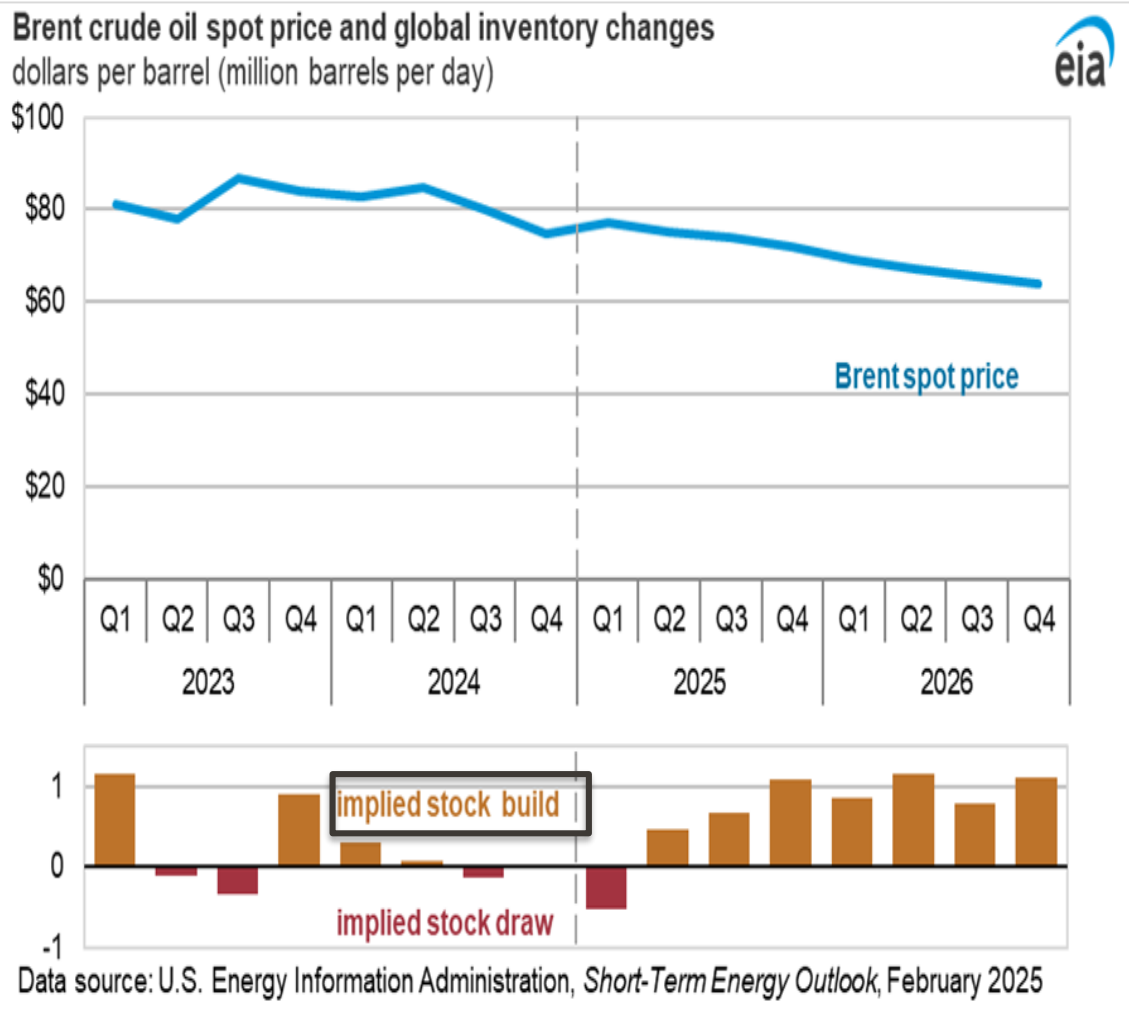
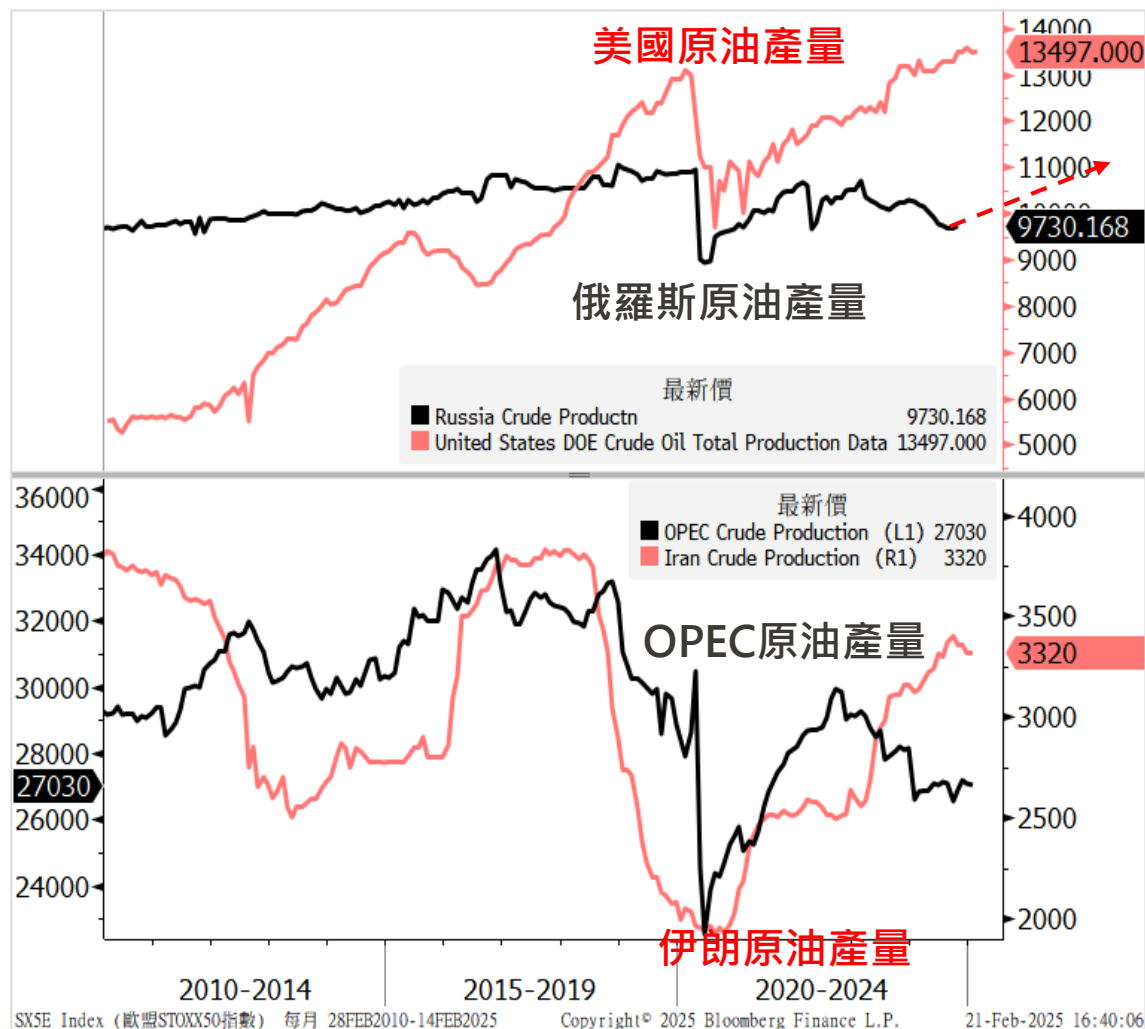
# 信用債：整體信用狀況 財務結構 資產品質 維持穩定







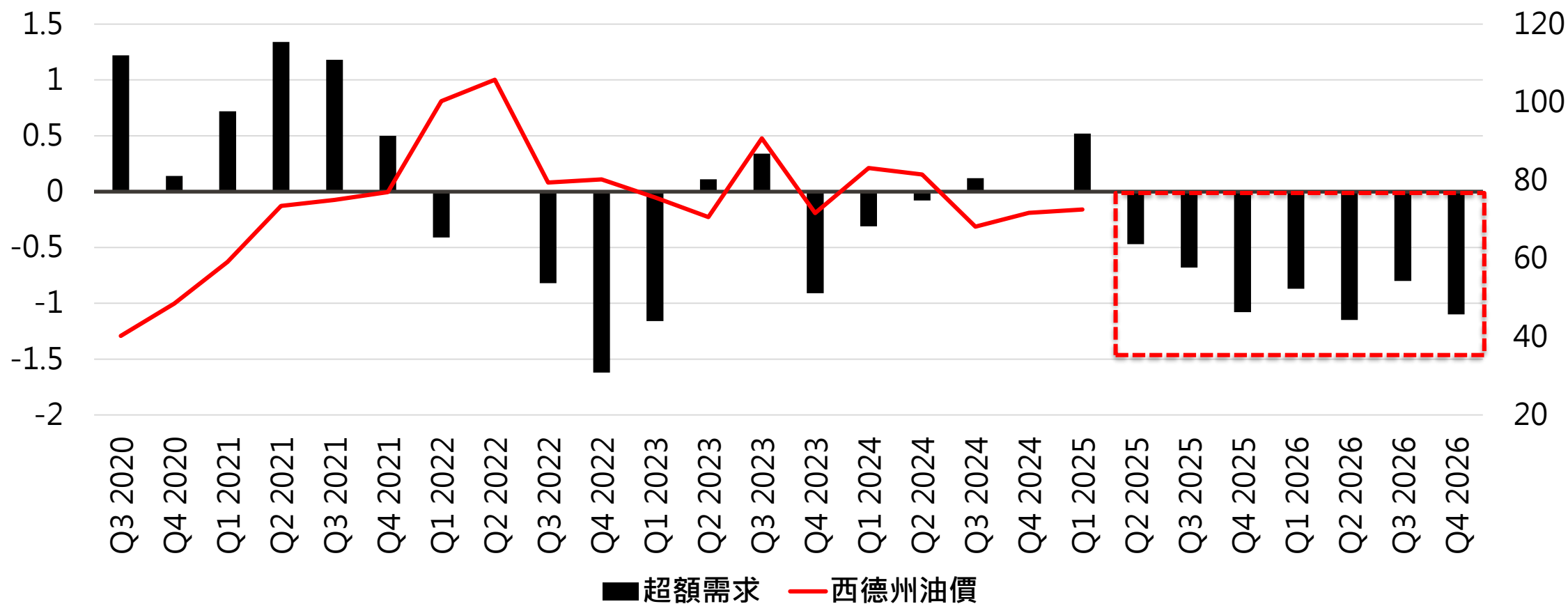
# 原油：美對俄制裁可能減弱 油價預期持穩





# 原油：EIA預估未來兩年油市傾向於呈現供過於求

美國能源資訊管理局EIA預估全球的原油需求缺口與油價



# 資產配置建議

| 商品類別      | 商品細項    | 風險屬性 | 配置比重 |     | 單筆 | 定期定額 |
|-----------|---------|------|------|-----|----|------|
|           |         |      | 積極型  | 穩健型 |    |      |
| 固定收益 - 債券 | 投資等級債   | 保守   | 15%  | 30% | V  |      |
|           | 非投資等級債  | 穩健   | 20%  | 30% | V  |      |
| 固定收益、股權   | 特別股     | 穩健   | 10%  | 10% | V  |      |
| 商品        | 能源      | 積極   | 0%   | 0%  |    |      |
| 股市-DM     | 美國      | 穩健   | 20%  | 10% | V  | V    |
|           | 歐股      | 穩健   | 20%  | 10% | V  | V    |
| 股市-EM     | 陸股(科技股) | 積極   | 15%  | 10% | V  | V    |

# 2025年3月投資市場評等

|          |      | 偏空 | 中性<br>偏空 | 中性 | 中性<br>偏多 | 偏多 |
|----------|------|----|----------|----|----------|----|
| 區域型      | 世界   |    |          | ◎  |          |    |
|          | 新興市場 |    |          | ◎  |          |    |
|          | 新興亞洲 |    |          | ◎  |          |    |
|          | 新興歐洲 |    | ◎        |    |          |    |
|          | 拉丁美洲 |    |          | ◎  |          |    |
| 成熟<br>國家 | 美國   |    |          |    | ◎        |    |
|          | 歐洲   |    |          |    | ◎        |    |
|          | 日本   |    |          | ◎  |          |    |
|          | 中國   |    |          |    | ◎        |    |
| 新興<br>國家 | 印度   |    |          | ◎  |          |    |
|          | 巴西   |    |          | ◎  |          |    |
|          | 俄羅斯  |    | ◎        |    |          |    |
|          | 台灣   |    |          | ◎  |          |    |

|    |        | 偏空 | 中性<br>偏空 | 中性 | 中性<br>偏多 | 偏多 |
|----|--------|----|----------|----|----------|----|
| 債券 | 全球債    |    |          |    | ◎        |    |
|    | 美國公債   |    |          |    | ◎        |    |
|    | 投資等級債  |    |          |    | ◎        |    |
|    | 非投資等級債 |    |          |    | ◎        |    |
|    | 新興市場債  |    |          | ◎  |          |    |
|    |        |    |          |    |          |    |
|    |        | 偏空 | 中性<br>偏空 | 中性 | 中性<br>偏多 | 偏多 |
| 商品 | 能源     |    |          | ◎  |          |    |
|    | 黃金     |    |          | ◎  |          |    |

# 注意事項

1. 王道商業銀行投資顧問服務係無償提供，投資建議乃由王道商業銀行分析人員根據各項市場資訊加以整理彙集及研究分析，內容僅供參考，如有涉及有價證券或金融商品相關記載或說明，並不構成要約、招攬、宣傳等任何形式之表示。投資人知悉且同意其所作成之任何交易均不得視為係王道商業銀行為其作成之投資決定，且須由投資人自己承擔投資相關風險。
2. 王道商業銀行並未且不得代理投資人為任何決定、處理投資事務或從事證券投資行為，且王道商業銀行並未亦不得與投資人為證券投資收益共享、損失分擔之約定，投資人應基於獨立判斷自行決定是否依投資建議進行交易，投資人如參考或接受投資顧問服務之投資建議進行相關交易時，應自行承擔所有投資風險(包括但不限於投資金之損失、價格波動、匯率變動及政治等風險等)，王道商業銀行並不保證投資人之獲利或負擔損失。
3. 基金之交易特性與存款、股票及其他投資工具不同，投資人於開戶及決定交易前，應審慎評估本身之財務狀況與風險承受能力是否適合此種交易，並充分瞭解下列事項：
  - 1) 基金買賣係以投資人自己之判斷為之，投資人應瞭解並承擔交易可能產生之損益，且最大可能損失達原始投資金額。
  - 2) 投資建議之基金均經金融監督管理委員會核准或同意生效，惟不表示絕無風險。基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責該基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書及投資人須知。本文提及之經濟走勢預測不必然代表基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書，並衡量自身之風險承擔能力。
4. 除公開資訊外，非經王道商業銀行同意，投資人不得將本研究報告或投資建議內容之一部或全部加以複製、轉載或散布或洩漏予他人。

王道商業銀行股份有限公司 經105.11.10金管證投字第1050045584號函及106.01.26金管證投字第1060002690號函核准兼營證券投資顧問業務及經營外國有價證券投資顧問業務  
地址:台北市內湖區堤頂大道二段99號 24小時客服專線:(02)8752-1111



ALL FOR YOU

[www.o-bank.com](http://www.o-bank.com)