

關稅效應恐浮現，股市觀望氣氛漸濃

2025 年 3 月

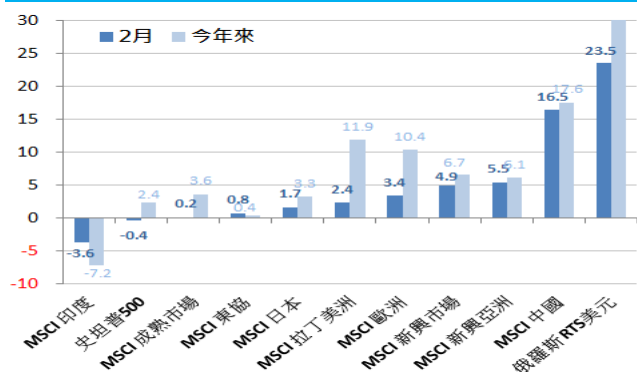
雖然通膨與就業數據仍高於預期，但美股整體財報公布的結果相當亮麗，加上新任財長承諾至少未來數季不會擴大發債規模、長債的占比近期也不會提高，令美國 10 年期公債殖利率回落至 4.40% 附近，當月多數區域股市及各類債券皆受惠上揚。至 2 月 21 日止，當月各地股市中以俄羅斯與中國表現最佳，分別上揚 23.5% 與 16.5%，成熟股市中以歐洲上漲 3.4% 最為亮麗，印度股市則以下跌 3.6% 敬陪末座。至於各類債券表現亦佳，漲幅在 0.25%~1.89% 之間，其中亞洲高收益債受惠於中國經濟走穩與資金流入而表現最佳。

去年全球股市中表現最弱的中國與俄羅斯，今年以來一躍成為亮眼新星。即便遭到美國的封鎖與限制，中國的科技公司仍交出亮眼成績，DeepSeek 的低成本 AI 模型、宇樹科技的機器人等都是例證，這令許多外資回流，尋找被低估的標的。此外，美俄進行會談尋求結束俄烏戰爭，川普對澤倫斯基展開極限施壓，並暗示對俄制裁有取消的談判空間、未來美俄有經濟合作機會等等，都令俄羅斯股匯市得到充足的上漲動力，也推升了一波重建題材的想像空間。

川普上任後陸續簽署關稅相關的行政命令，但主要目的在藉此對貿易對手施壓，以營造有利的談判空間，如「墨加關稅」、與「對等關稅」等都預留緩衝期，將分別在 3、4 月才會實施，對汽車、半導體與藥品等關稅也在 4 月初才會正式宣布。我們預期最終關稅雖會有所調整，但未必是大幅調升，然而期間個別類股或市場走勢則難免將大幅震盪。此外，相關政策已引發民眾的通膨預期，並相應做出消費的調整，如 2 月的消費者信心、S&P 的服務業 PMI 都出現大幅滑落，甚至密大的消費者調查中，對 1 年期通膨預期自 3.3% 大幅飆升至 4.3%、對 5-10 年的中長期預期也攀升至 3.5% 的近 30 年高點，都顯示關稅政策已對近期的美國經濟造成不利影響。

元月中旬開始公布的美股第四季財報表現優異，企業獲利年增幅自原先估計的 7% 跳增至 12.8%，其中科技、通訊、金融是表現最佳的族群，預期進入 2025 年更將有站穩雙位數成長的態勢。即便如此，我們還是得提醒，在全球股市連續兩年大漲後，美股與科技類股估值已有偏高現象，要連續第三年大漲將有一定的難度。不過，以區域股市而言，日股與台股仍是此波科技熱潮中不可或缺的要角，而歐洲股市則可望受惠於 ECB 的持續降息、俄烏戰爭可能停火，以及德法政局動盪後可能帶來的擴大財政刺激措施，或是另個被忽略的黑馬。

全球主要股市表現 (%)



各類債券表現 (%)



資料來源：Bloomberg，至 2 月 21 日止

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

美國股市：美股財報優異，然而川普政策引發市場震盪

受到川普的關稅政策和大幅削減聯邦政府支出影響，美國商業活動在 2 月放緩。美國 2 月綜合採購經理人指數降至 50.4，創下 17 個月來新低，其中服務業採購經理人指數報 49.7，低於前值 52.9 且創 25 個月新低；另外製造業採購經理人指數來到 51.6，創 8 個月新高，市場仍擔憂是否廠商因應關稅提前備貨，川普政策仍是 2025 年影響經濟的重要課題。

美國總統川普於 2/13 提出「公平與對等貿易計劃」，提倡對等關稅以恢復公平貿易。新的進口稅將針對每個貿易夥伴量身定製。其目標不僅是抵消貿易夥伴對美國商品徵收的關稅，還抵消其他被認為對美國製造商不利的因素，例如不公平的企業補貼、法規、增值稅、匯率和缺乏知識產權保護等。商務部長表示有關的研究和計畫將在 4/1 之前完成，「對等關稅」最快 4/2 就可以實施。就目前公布的訊息來看，將會從貿易逆差與關稅稅率兩個角度去分析貿易夥伴，故美國的重要貿易夥伴，包括中國、歐盟、墨西哥、印度、泰國都可能符合新增關稅的條件，若關稅落實將推高美國物價。

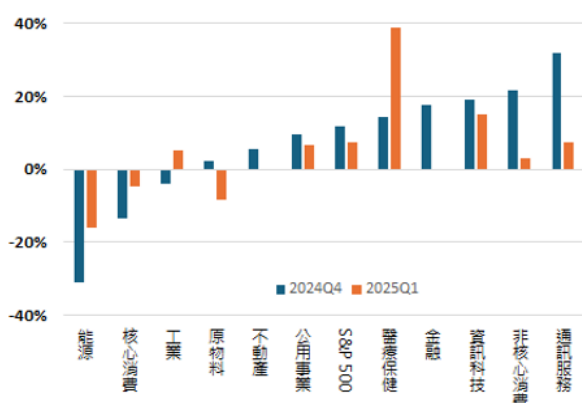
近期的製造業出現回溫跡象。參考 2 月紐約州製造業指數，由前月的-12.6 大幅回升至 5.7，但預期未來 6 個月的景氣狀況改善的淨比例由 36.7 降至 22.2，反映製造商認為短期的製造業樂觀數據未必能延續。就零售業角度來看，美國零售商沃爾瑪也釋出對未來一季保守的財務預測，預估 2026 會計年度第一季(截至 4/30)的獲利，年比與季比都呈現衰退，對美國消費市場展望並不樂觀。

科技股近期因微軟傳言而回檔。報導指出微軟已取消跟「至少兩家民營資料中心營運商」簽訂的租賃合約，引發市場擔憂 AI 基礎建設可能供給過剩；但蘋果也宣布計劃未來四年在美國投資 5,000 億美元，顯然 AI 軍備競賽並未結束，廠商只是對於資源分配做出調整。

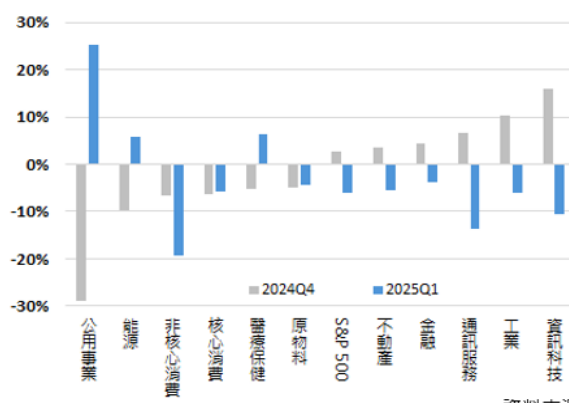
標普 500 本益比來到接近 25 倍，評價偏高讓市場波動加劇，但是第四季業績表強勁。目前估計標普 500 第四季盈餘增長 12.8%。進入 2025 年第一季可看到科技業獲利因基期墊高，年比增長放緩，即使有 AI 產品挹注，科技業仍難逃第一季進入淡季、獲利季比衰退的現象，但包括公用事業、能源產業是獲利季比成長的族群；就年成長率角度，美股第一季獲利成長以醫療產業表現最為亮眼。

川普 2/19 表示美國對加拿大和墨西哥進口商品的全面性關稅，在為期一個月的暫緩期結束後生效，顯示對政策執行的態度堅定。預估關稅議題將在上半年持續干擾股市表現。考量美國經濟體質仍佳，若市場因川普政策陷入恐慌，可利用拉回時機分批布局。

標普500指數單季盈餘年比成長率預估



標普500指數單季盈餘季比成長率預估



資料來源：彭博

歐洲股市：烏俄戰事落幕、德國政治不確定性消失，市場情緒轉趨樂觀

2月歐元區綜合採購經理人指數持平在50.2，服務業依舊是支持經濟成長的主要因素。歐元區製造業採購經理人指數從前一個月的46.6攀升到47.3，連續23個月陷入萎縮，但情況不再惡化，其中德國製造業出現顯著改善跡象；歐元區服務業採購經理人指數則從51.3降至50.7，仍在擴張區間，但法國服務業採購經理人指數大幅回落，預估是受先前政治紛擾影響；英國製造業採購經理人指數小幅下滑，但服務業採購經理人指數回升至51.1。整體歐洲經濟呈現緩步復甦。

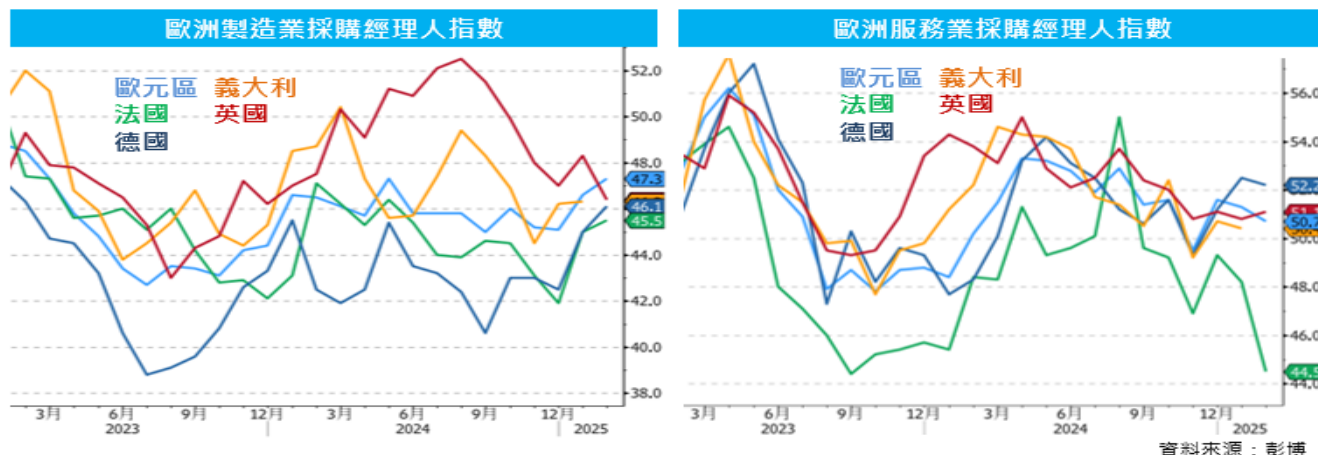
在通膨方面，歐元區2月通膨數據出現小幅回升，有部分歐洲央行官員質疑，歐洲央行能否持續其降息行動。不過隨著能源價格下滑、川普關稅威脅，市場預期歐洲央行在3月將再次降息，但之後的決定可能出現變數。

德國2/23舉行國會大選，開票結果顯示基民盟可能選擇搭配另類選擇黨或社民黨組閣以獲取過半席次。然而，極右翼的德國選擇黨將因立場太過極端（其政策包含大規模驅逐移民、解除對俄羅斯制裁、撤回對烏克蘭軍援、退出歐盟等），若進入內閣可能引發市場動盪，而社民黨儼然成為與基民盟聯合組閣的最佳選擇，此外同時與綠黨合作也是可能選項。預期德國仍將組成一個中間派政府，避免政策過激帶來的不確定性。

川普政府要求歐洲國家承擔更多安全責任。在俄烏問題處理上，川普與俄國總統普丁直接通話，推動俄烏停火談判，這也意味未來歐洲各國可能需要獨自面對俄羅斯的威脅。觀察2024年北約成員國的軍費開支占GDP的百分比，德、英、法國都拉高至GDP占比2%水準以上，但是義大利與西班牙仍在1%~2%區間，整體歐盟離川普希望的5%相差甚遠。贏得德國議會選舉的基民盟黨魁梅爾茨已經與社民黨商討，試圖推出2000億歐元特殊國防開支提案；法國總統馬克宏也呼籲增加法國軍事支出到GDP占比5%，但該訴求並未得到在野黨同意；英國目前的軍費預算為2.3%，2027年軍費預算將升至2.5%，並宣稱希望將其目標提高到3%。

川普政府宣布於4月啟動「對等關稅」政策，預料歐盟將以擴大對美國軍事與液化天然氣的採購來換取貿易協定，即使短期歐盟出口美國商品面臨加稅，預計在美歐關稅談判後影響將會降低。

美歐關稅談判進行恐將不利股市表現，然而評價偏低是歐股投資的重要關鍵。目前泛歐600指數本益比約15.4倍，股價淨值比約2.02倍。若歐股因川普關稅回跌，可以長線角度逢低承接。



日本股市：旅遊業表現強勁，景氣穩健擴張

2024 年的日本觀光旅遊產業迎來破紀錄的 3687 萬人次外國遊客，年增幅達 47.1%，進入 2025 年後外籍觀光客成長動能並未放緩，1 月達到 378 萬人次，比去年 1 月大增 40.6%，也是連續第 4 個月突破 300 萬人次，主要得利於滑雪季與中國農曆新年假期。中國大陸是今年 1 月訪日外籍遊客數量最多的國家，達到 98 萬人次，且比去年 1 月大增 1.35 倍；南韓達到 96 萬人居次，成長 12.8%；台灣 59 萬人次排名落到第三，成長 20.5%，顯然中國觀光客已成為今年日本外籍觀光客人次成長的主要動力，但台、韓的旅遊熱潮也還在持續。

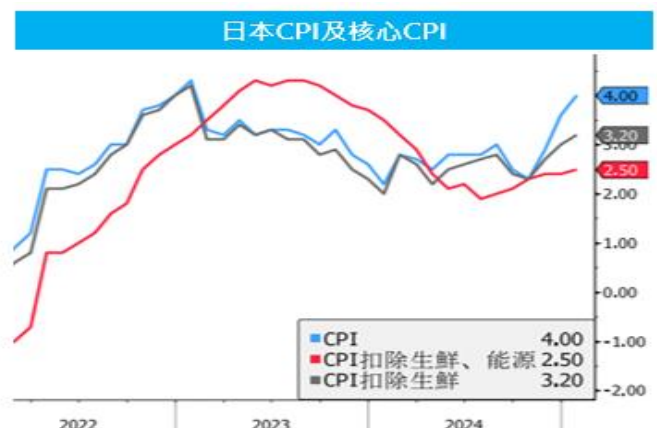
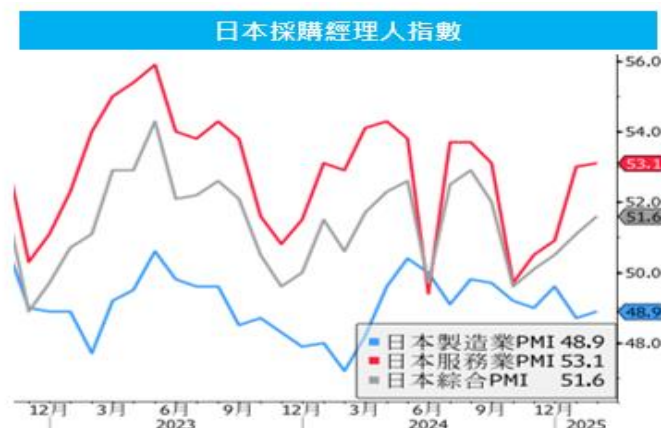
日本 2 月製造業採購經理指數從 1 月的 48.7 回升至 48.9，指數略有回升顯現出製造業復甦跡象；2 月服務業採購經理指數從 1 月 53 回升至 53.1；綜合採購經理指數從 1 月的 51.1 升至 51.6，景氣穩健擴張。

不論是 CPI、核心 CPI(扣除生鮮、能源)，通膨指標都有走高跡象。本月通膨上升關鍵仍在於食品、運輸及通訊。展望通膨走勢，預料日本政府將出手干預。食品價格居高不下關鍵是供給面因素，但在米價部分，保管著約 100 萬噸稻米的農林水產省，打算釋出其中的 21 萬噸來和緩米價漲幅，且政府對能源價格補貼措施即將重啟，預料 2 月通膨增幅不致再度墊高。

巴菲特執掌的波克夏於 2019 年首次買進五家日本商社企業，今年度在致股東信中再次強調日股投資是長期持有部位。目前波克夏對所投資日本企業的持股比例保持在接近其股本 10%，未來在經過該公司董事會同意後可能調高上限，故可推估 2025 年可再看到波克夏加碼日股。

本田和日產在 2 月取消合併談判。近期傳出鴻海已經分別向本田、日產汽車提出合作建議，以強化電動車事業，並考慮納入日產旗下的三菱汽車，建構由 4 家企業組成的 4 方合作框架。預料日本汽車業的重組只是開始，為因應川普關稅、特斯拉與中國車廠崛起的挑戰，日本車廠若不進行大幅變革，恐怕將流失中國與美國兩大汽車市場。

日本央行將觀察春鬥結果決定升息進程，故下次升息時點預計在春鬥結果確定之後，於 6、7 月利率決策會議再調整利率的機會較高，故近期美元兌日元雖突破 150 元關卡，但日圓短期再度升值力道有限，不致成為日股干擾因素。TOPIX 指數在 2025 年獲利增長估計 7~8%，目前本益比維持在 15 倍，大致在過去十年均值位置。考量 2025 年成長性明確，可關注日股低檔承接機會。



資料來源：彭博，2025/2/24

本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

新興亞洲：刺激政策將為關稅帶來緩衝，亞股中長期不看淡

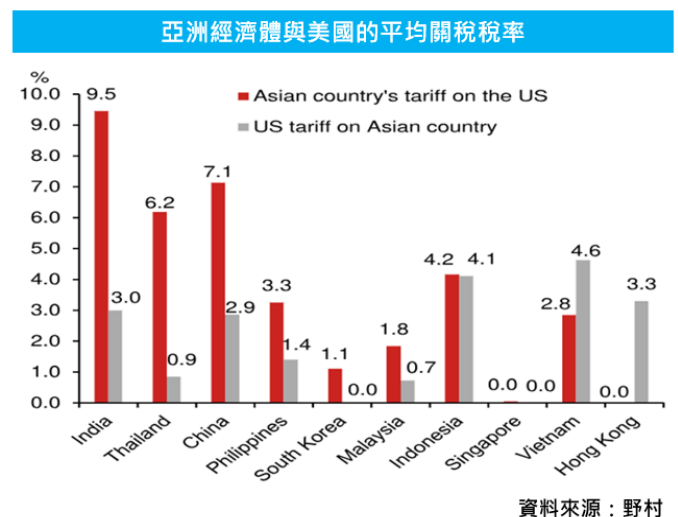
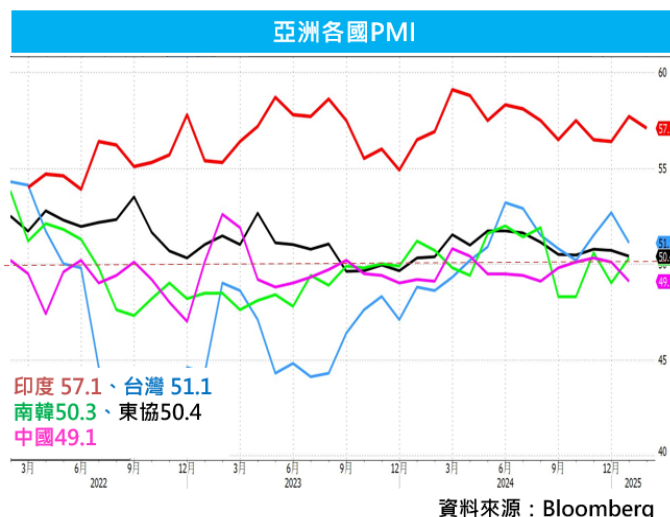
亞洲股市在二月呈現上漲格局，截至 2/25，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月上漲 5.03%，主要是由中國股市帶動。國企指數由科技股領軍，單月暴漲 17.87%是主要功臣。上證指數由於科技佔比較低，漲幅相對較少，單月上漲 3.70%。台灣股市過去一個月伴隨美股震盪走平，加權指數單月上漲 0.17%。南韓股市在政局穩定之後，逐漸走出陰霾，KOSPI 指數單月上漲 5.08%。東南亞股市震盪整理，MSCI 東南亞指數單月下跌 1.91%。東協五國中，印尼及泰國下跌都超過 5%表現落後，馬來西亞及菲律賓股市小幅上漲，新加坡股市上漲 4.73%，表現最佳。印度股市繼續測底，SENSEX 指數單月下跌 2.28%，外資持續拋售以及財報不如預期是下跌主因。

亞洲各國製造業 PMI 數據大多都保持擴張，臺灣製造業採購經理人指數 1 月持續揚升，但來到三個月來的低點，與春節假期有關，暫時還不用擔心。南韓的採購經理人指數保持在 50 上方，來到 50.3，景氣增速略有回復。中國官方 1 月份製造業 採購經理人指數 為 49.1%，低於預期的 50.1%，並且為去年 8 月以來最低，刺激政策公布至今，雖有部分效果，但始終沒有太好的成果，經濟不確定性仍高。東協 1 月製造業採購經理人指數由 50.7 降至 50.4，顯示在需求減緩和市場樂觀情緒下滑，製造業僅維持微幅成長。印度的採購經理人指數仍是亞洲表現最好的國家為 57.1，印度政府正透過刺激政策試圖給經濟支撐，包含降息以及減稅等等，亞洲的經濟放緩但毋須過度擔憂。

關稅仍然是目前最大的不確定性，亞洲經濟體之中，印度、泰國、中國平均對美平均稅率顯著高於美國對其稅率，可能受到下一波對等關稅的影響，其他則機率相對較低，但如果川普的關稅範圍擴大到藥品和半導體，或重新談判自由貿易協定，這些亞洲經濟體仍然可能陷入川普關稅的影響。

美國關稅仍將對亞洲經濟帶來影響，但就中長期來看，亞洲各國政府的刺激政策將帶來緩衝，南韓、印度、印尼已經開始降息循環，印度也在減稅及政府投資上陸續加碼，中國則是在兩會之後有進一步的政策出台，我們認為亞洲經濟在這些刺激政策下仍可以保持穩定。

整體而言，新興亞洲在受到川普關稅政策的影響之下經濟增速可能放緩，但仍穩健。東北亞持續受惠於 AI 帶動相關科技產業需求。印度、東南亞則受惠於中、美供應鏈轉移，成長不看淡，亞洲中長線偏多看待。



中國：經濟改善有限，等待兩會政策出台

近期中國經濟改善有限，製造業採購經理人指數再度下滑，受春節假日臨近、企業員工集中返鄉等因素影響，中國官方 1 月份製造業 採購經理人指數 為 49.1%，低於預期的 50.1%，並且為去年 8 月以來最低。產量和新訂單都跌至 5 個月來的最低點。新出口訂單降至 2 月份以來最低，顯示外部需求疲軟，未來需求要靠內需拉動。

非製造業表現也平平，中國官方非製造業採購經理人指數為 50.2%，也較上月下降 2 個百分點，已經回到 50 附近，顯示增速緩慢。假期效果下，居民消費相關的產業保持擴張，但建築業保持在 50 下。美國進一步的增加 10% 關稅，外需將進一步回落，接下來必須更依賴內需，但目前看來增長有限。

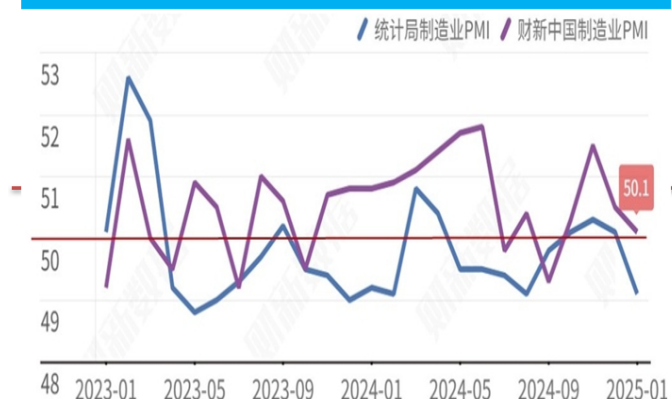
中國春節假期遊客人數和國內旅遊收入年比成長 5.9% 和 7.0%。春節黃金周期間電影票房收入達 95 億元人民幣，日均票房創歷史新高。銷售數據顯示中國內需有恢復。但由於人均消費仍下滑，顯示消費者信心依然保守，加上房地產尚未落底，現在還不能對中國經濟過於樂觀。我們預期在三月兩會後將有進一步政策推出，但民生消費及房地產改善仍需要時間，內需好轉並非一蹴可及。

中美關稅仍然有相當高的機率會加碼，高盛的估計以初步 10% 的關稅增幅，將導致中國今年 GDP 成長減少 0.5%，中國的報復行動包含對煤、石油課徵 10% 關稅以及稀土禁令等等，還算是節制，但目前僅是川普上台後，中美的初步交鋒，未來的對等關稅中國仍是災區，最終可能落在 20~30% 附近，中國經濟將進一步承壓。

中國科技股在一月落底之後反彈，並帶動國企 H 股快速上攻，DeepSeek 的技術突破引發近期中國科技股的價值重估。而後中國國家主席習近平出席民營企業座談會並發表講話，釋放了積極信號，加上阿里巴巴財報優異，帶動了科技股的續揚。然而這波反彈主要是科技股的單獨產業行情，而且科技股的估值已處於相對高位，技術調整的需求逐漸顯現，仍須謹慎。

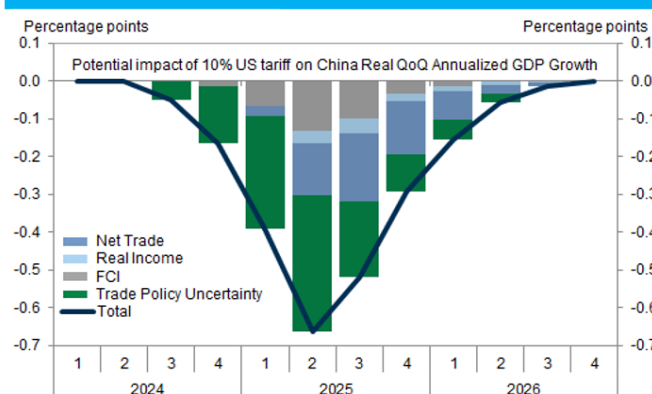
整體而言，我們認為中國經濟的改善狀況十分緩慢，仍需要等待政策進一步的出台，中國的股市向來都是以政策為最重要的利多，在確立了科技的方向之後，相關類股，包含半導體製造、IC 設計、AI 模型等有上漲的機會，然而這波反彈主要是科技股的單獨產業行情，並不是整體經濟的好轉，這讓行情恐缺乏持續性，加上美國關稅加碼可能性仍高，不宜過度積極介入。

中國製造業PMI



資料來源：財新傳媒、中國統計局

關稅對中國經濟的可能影響



資料來源：GS

南韓：經濟略有改善，低本益比是主要優勢

南韓近期的經濟狀況略有改善，1 月製造業採購經理人指數，由去年 12 月的 49 上升至 50.3，重新回到景氣榮枯分水嶺 50 之上，走出連續 4 個月緊縮頹勢。產出和新訂單皆重返擴張。雖然數據增幅緩和，但反映製造業在 2025 年初始逐漸回復成長力道。

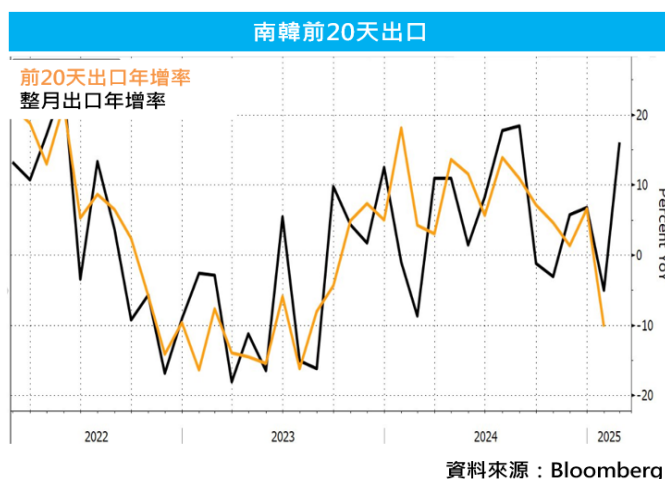
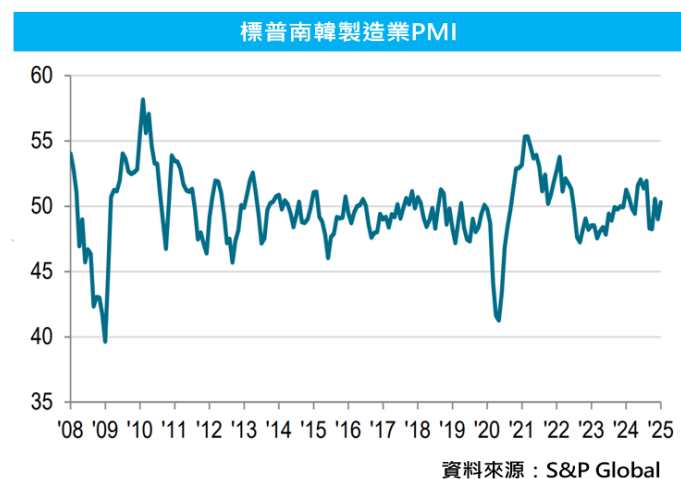
南韓 8 月的前 20 天出口顯示，出口動能增強，這提振了南韓經濟前景，受惠半導體及汽車外銷訂單熱絡，2 月前 20 天出口出現顯著的增幅，相比去年同期大幅成長 16%，進口額也年成長 7.7%，顯示內需也有恢復的跡象。主因來自半導體、電腦等 IT 產品及汽車拉貨潮，南韓官員看好相關貨品將延續出口動能。

韓國近期經濟好轉之外，股市在經歷去年低迷的表現之後，也在今年迎來反彈，年初之今已經上漲近 10%，在一月底尹錫悅正式起訴之後，國內政治的不確定性下降，而讓估值有所恢復，是一個原因。但政治面的紛擾預期還要持續一段時間。整個彈劾過程，可能需要大約三個月甚至更久，一旦經憲法法院確認，總統任期立即結束，之後必須在 60 天內提前舉行總統選舉。現在的民調風向也十分混亂，政治的不穩定性仍可能會持續干擾南韓的股市與經濟。

韓國去年第四季 GDP 季增 0.1%，與第三季持平，表現持續疲軟，成長完全來自於淨出口的溫和回升，私人消費僅成長 0.2%，南韓央行也因此持續寬鬆，在 2 月會議上再度降息 1 碼至 2.75%，這是自去年 10 月啟動寬鬆以來的第四度降息。降息有利於國內需求止穩，但私人消費成長下滑、營建業投資縮手的趨勢，短期難以改善，內部經濟活動疲弱不振可能還會持續。

南韓經濟仍需要靠出口拉抬，而記憶體是主要產品，高端 HBM 市場供不應求，但中低端 DRAM、NAND 等產品市場在去年下半年已經有供過於求的狀況，造成客戶端庫存水位拉高，第一季為傳統淡季，加上先前因應美國川普上任前已提前備貨，整體需求較上季放緩，目前較樂觀的看法是預期今年第二季伴隨消費性電子需求將緩步復甦，屆時或有改善機會。至於韓國另一個出口強項汽車，美國總統川普預告，打算對進口汽車徵收關稅，以海外非美產能為主的日、德、韓車廠，恐怕是影響最大的幾個國家，因此韓國出口仍有相當的不確定性。

目前韓國股市的利多在於本益比僅在 9 倍附近，低於十年平均一倍標準差，也是亞股中最低的，但經濟前景仍不穩定，企業獲利仍然存在下行風險，中長線有轉機，較建議以分批的角度進行布局。



拉美股市：巴西通膨仍有疑慮，留意川普關稅政策進展

標準普爾全球巴西 1 月製造業採購經理人指數由去年 12 月的 50.4 微升至 50.7。雖然該指數仍高於 50 且連續 14 個月處於擴張階段，但因業者憂心該國財政、貨幣政策的擔憂及匯率疲弱等因素恐對民間需求產生負面影響。新訂單分項的成長也降至近 13 個月來最低，產量分項也基本呈現停滯。同時，由於該國匯率貶值的不利影響(大多來自兌美元匯率)，導致廠商成本壓力加劇。

巴西去年 12 月零售銷額較去年同期增長 2%，不但較 11 月的成長 5.2% 大幅滑落，亦不如預期的 3.5%。該數據所調查的八個行業中，有五個行業的銷量下滑。雖然巴西去年全年零售銷售成長 4.7%，創下 2012 年以來最強勁增幅，但該國通膨偏高恐侵蝕民眾購買力，不利後續民間需求。

巴西今年 1 月通膨年率從去年 12 月的 4.83% 回落至 4.56%，大致符合預期，並創去年 9 月以來最低。不過，1 月的通膨水準仍然高於央行 3% 加減 1.5% 的容忍區間，故預料巴西央行仍將會依其先前所規劃步調在 3 月再度升息。雖然該國的食品和飲料價格仍處於高位，但 1 月的年升幅由去年 12 月的 7.69% 降至 7.25%。住房和公用事業方面的成本年比下降 0.36%，乍看之下，與去年 12 月時的增長 3.06% 出現大幅下滑，但這完全是因為政府所推動的「一次性」能源信貸使該國電價較去年同期大減 13.98% 所致。若觀察巴西央行每週對於經濟學家所作的 Focus 調查，近來市場對於巴西年底通膨的預期仍維持有 15% 的水準，並未有所下降，由此可見市場對於該國的物價威脅並未有所鬆懈，其通膨前景仍充滿挑戰。

巴西央行新任行長加利波洛(Gabriel Galipolo)上任後主持的 1 月下旬今年度第一次貨幣政策會議決議將該國基準利率(Selic Rate)提高 4 碼(1%)，同時也承諾將在 3 月的下次決策中再次進行同等幅度的升息。自去年 9 月以來，該國央行已將借貸成本提高了 2.75%。據統計，Selic 利率每增加 1% 就意味著財政部在公債方面需要額外花費約 500 億雷亞爾(約合 85 億美元)的成本，這也凸顯了政府在控制食品價格飆升和公共債務不斷增加方面所面臨的難題。

此外，川普對中國的關稅已於美東時間 2/4 凌晨正式施行，而美國先前暫緩一個月對墨西哥課徵 25% 措施是否會在 3 月開始實施，鋼鐵關稅是否在 3/12 開始施行目前也仍不明朗，相關措施實施與否及力度對於拉美經濟動能均有所影響，因此後續進展仍需觀察。

巴西CPI年比



巴西官方利率 (Selic rate)



礦業類股：美關稅政策不確定性仍存，但俄烏停戰重建需求有利基本面

全球第二大鋼鐵製造商安賽樂米塔爾 (ArcelorMittal) 公布第四季度 EBITDA (稅前息前折舊攤銷前獲利) 成長 13%，優於市場預期的 5%。當季的鋼鐵出貨量約 1,350 萬公噸，不論以季的角度或是年的角度來看，均有不錯的表現。其執行長對於鋼鐵業前景感到樂觀，並預計將維持與去年同等規模的資本支出。此外，歐洲最大銅生產商 Aurubis 最近一期營業利潤成長約 17%，公司同樣預計市場對銅產品和其生產金屬的需求均將維持高位。同時，跨國礦產集團力拓 (Rio Tinto) 2/19 所發布的財報顯示，雖然鐵礦石價格下跌 11% 導致該公司去年基礎利潤下滑 7% 至 109 億美元，但計入減損和資產處置後的淨利潤達到 116 億美元，仍較前年增長 14%。上述多家企業的財報與前景展望對於 2 月的礦業類股的股價帶來正向助益。

不過，美國政府的鋼鐵關稅政策對於礦業類股產業前景仍造成一定程度的不確定性。力拓執行長日前亦對於川普政府預計在 3/12 開始實施的 25% 鋼鐵與鋁進口關稅持謹慎態度，他認為這項政策對該公司的最終影響尚不確定，相關關稅的影響較為複雜，最重要的關鍵在於關稅將如何具體實施。他認為，如果所有國家都需繳納相同的關稅，對力拓的影響可能為零。然而，若關稅僅針對特定國家，力拓可能需要將部分出口轉往其他市場，而美國市場的供應缺口則會由其他生產商填補。

由於川普主要目的為以關稅為施壓手段，逼迫其貿易對手坐上談判桌對美國讓步，因此最終鋼鐵關稅是否實施及如何實施均將對於全球礦業類股帶來不小的影響。然而，就目前的情況來看，美國即便最終對其他國家課徵鋼鐵關稅，在力道或將小於目前檯面上所看到的方案。如果事件朝上述情況發展，料將有利於礦業類股的基本面與產業前景。

川普不論在去年選舉期間或是上任後，均將結束俄烏戰爭列為其重要政策。在美國的斡旋下，俄烏兩國談判近日朝向停戰方向進行。2 月下旬甚至傳出，在烏國總統澤倫斯基會見川普特使後表示，烏國已準備好與美國達成協議。俄烏兩國一旦停戰，預估將迎來重大的重建商機。元大投顧估算重建金額將會接近 6,000 億美元，且未來十年烏克蘭重建用鋼需求可望達到 2,000 萬公噸。儘管兩國談判進展料將不會一帆風順，期間的波折也可能影響投資人情緒，導致短期市場出現波動，但只要俄烏談判朝向正向發展，停火的預期料可一定程度支撐礦業類股的基本面。

2000年以來重大災害與戰爭整理

事件	時間	死亡及失蹤人數	重建金額	損毀房屋數	用鋼需求
伊拉克巴姆大地震	2003年	約3.4萬人	約10-15億美元	約5萬間	
四川汶川大地震	2008年	約9萬人	約1,500億美元	約2,400萬間	合計>3,000萬噸
海地大地震	2010年	約15-20萬人	約110億美元	約30萬間	
日本東北311大地震	2011年	約2萬人	約4,000億美元	約130萬棟	三年約500萬噸
伊拉克內戰(ISIS)	2014-2017年	超過9萬人、 約600萬人流離失所	約882億美元	-	
烏俄戰爭	2022-2024年	推估傷亡人數：約100-200萬人 流離失所：超過1,000萬人	約4860億美元*	超過200萬棟	推估約2,000萬噸

資料來源：元大投顧

能源類股：EIA 預期油價逐季下滑，俄烏停戰談判料使油價中期承壓

2月截至25日為止，西德州原油大致維持70~74美元間進行低檔整理態勢。雖然2月下旬因美國極地渦旋來襲增加用油需求及烏克蘭的無人機破壞俄羅斯最大的裏海管道泵站 Kropotkin，並傳出哈薩克通往 Novorossysk 的石油運輸中斷等因素一度為油價帶來動能，但隨後俄國媒體指出裏海石油管線(CPC)的輸油運作並未中斷，油價回跌並弭平吃掉早先漲幅，導致油價仍維持偏弱走勢。

在油價預期方面，美國能源署 (EIA) 最新的短期能源展望(STEO)認為，布蘭特原油的價格在今年第一、二、三、四季價格分別將為每桶 77.13、75、74 與 72 美元。較之於1月時該機構的油價預估，除了第一季的均價(1月時估 76.34 美元)略有調升外，其他三季則維持不變。整體而言，該機構仍預期今年油價將逐季下滑。

在地緣政治方面，川普不論在去年選舉期間或是上任後，均將結束俄烏戰爭列為其重要政策。在美國的斡旋下，俄烏兩國談判朝向停戰方向進行。2月下旬甚至傳出，在烏國總統澤倫斯基會見川普特使後表示，烏國已準備好與美國達成協議。俄烏兩國一旦停戰，美國對於俄羅斯先前所施加的原油出口限制將大幅鬆綁，料使全球原油供給進一步增加，不利原油基本面發展。

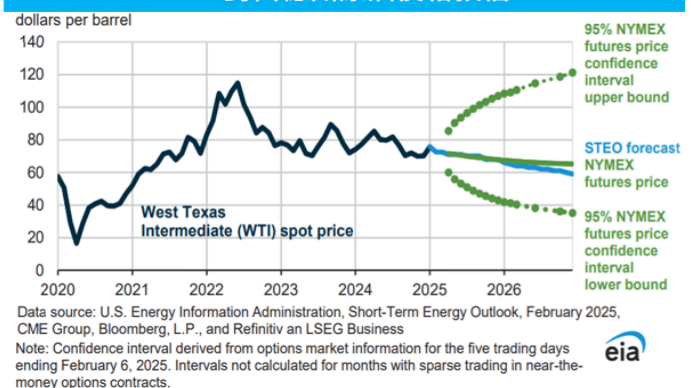
另一方面，川普政府近來重拾對伊朗「極限施壓」政策，2/24 宣布對 30 多位(艘/家)被指控協助非法石油銷售的個人、船隻和公司實施制裁。被列入名單的人員包括伊朗國家石油公司和伊朗石油碼頭公司的負責人，以及總部位於阿聯酋、印度和中國的幾家航運公司和貿易實體。由於川普政府的立場親以色列，美國國務卿盧比歐日前發言也認為，無論是哈瑪斯、真主黨、敘利亞或是伊拉克民兵組織等問題的背後都有伊朗的介入，因此「伊朗這個問題必須被解決」。我們可以合理預測，未來美國對於伊朗當局的施壓力道恐將加大。

2月下旬美國所公布的經濟數據偏向弱勢，再加上川普 2/24 宣稱對加拿大與墨西哥的 25%關稅將會按計畫「準時」推動，雖然川普的談話可能只是試圖想為美國談判取得「制高點」，但政策的不確定性仍可能使投資人陷入觀望，對於油價短線動能恐帶來不利影響。就中期而言，在美國介入下，俄烏戰爭停火機率升高，預期在協議實際達成前，市場對此懷有憧憬的預期心態料將對油價帶來不利影響。儘管川普對於伊朗的制裁力度未來仍有可能加大，但預期這些變數只會為油價帶來短線的動能，考量俄羅斯與伊朗兩國的原油產量及在全球原油市場的重要性，我們認為美國對於伊朗可能的施壓仍無法完全抵消俄烏一旦達成停火協議對於油價所帶來的負面影響。

西德州原油期貨



EIA對西德州原油價格預估



本報告係無償提供，僅供參考之用。本行當盡力提供正確之資訊，所載資料均來自或本諸我們相信之可靠來源，但對其完整性、即時性和正確性不做任何擔保，如有錯漏或疏忽，本行及本行之任何董事或受僱人，毋須負任何法律責任。任何人因信賴此等資料而做出或改變投資決策，應審慎衡量本身之需求及投資風險，自行承擔一切投資風險並自負盈虧，本行不負任何法律責任。本報告受中華民國著作權法保護為元大銀行所有，非經本行同意，不得將本報告內容之一部或全部加以複製、轉載或散布。本報告所載述的意見本行可隨時予以更改或撤回，恕不另行通知。

固定收益：新財長承諾控制長債發行，然關稅政策增加通膨疑慮，債市區間操作

雖然通膨與就業數據仍高於預期，但受惠於新任財長承諾控制長債的發行比重，而經濟數據也漸有轉弱跡象，美國 10 年期公債殖利率雖一度上揚至 4.60%，但最終回落至 4.40%，當月各類債券皆受惠上揚。至 2 月 21 日止，各類債券表現在 0.25%~1.89% 之間，其中亞洲高收益債受惠於中國經濟走穩與資金流入而表現最佳。

美國 1 月非農新增就業雖僅有 14.3 萬，低於市場預期的 17 萬，部分可能受到 1 月加州野火及寒冷天氣影響，不過前兩個月月增共計上修 10 萬，使得近三月均值仍能夠保持在強健的 23.7 萬。此外，1 月失業率小幅下滑至 4.0%，低於預期的 4.1%；時薪資年增則持穩在 4.06%，高於預估的 3.8%，均同樣顯示就業市場韌性猶強。

受到食品價格推動，雞蛋價格月增 15.2% 的影響，美國 1 月 CPI 年增率升至 3.0%，高於預期且連續 4 月上揚，來到 2024 年 6 月來新高；扣除食品與能源的核心 CPI 年增幅也升至 3.3%，皆高於預期。此外，1 月 PPI 與核心 PPI 年增率亦分別升至 3.5%、3.6%，同樣高於預期。尤有甚者，2 月密大消費者信心調查中，對未來 1 年通膨預期自 3.3% 飆升至 4.3%，也來到一年多的新高，對 5-10 年中長期通膨預期亦由 3.2% 上升至 3.5%，不僅超越 2022 年水準，更是 30 年來首見，反應民眾對於關稅政策的擔憂升溫。

在此環境下，1 月 Fed 會議紀錄顯示，許多委員支持在經濟強勁、通膨頑固的情況下保持利率限制性，暗示央行將按兵不動直至抗通膨取得更多進展。市場預估今年降息空間維持在 2 碼左右，6 月與 12 月分別有一碼的降息空間。

2 月上旬美國財政部發佈公告，預計「至少未來數季」不會擴大發債規模，既有拍賣已足以因應潛在財政變化。此外，財長貝森特受訪時表示，川普不會干預 Fed 利率走向，他們關注的是 10 年期公債殖利率，這才是企業的借貸成本。貝森特並表示，鑒於通膨上升等因素，現在距離提高長期美債發行占比「還有很長的路要走」。相關言論顯示財長對金融市場相當了解，發債政策對市場態度友善，因此整體殖利率趨勢預估仍有緩降空間。整體而言，Fed 降息速度雖有所減緩，但目前利率應仍高於中性利率水準，暗示 Fed 仍有緩步降息的空間，對整體債市仍將有所助益。投資級公司債則兼顧安全性與收益性，在經濟持穩的環境中，信用利差也有縮窄的空間，是目前布局的最佳選擇。

