

川普政策拖累股市，關稅細節尚待釐清

2025 年 4 月

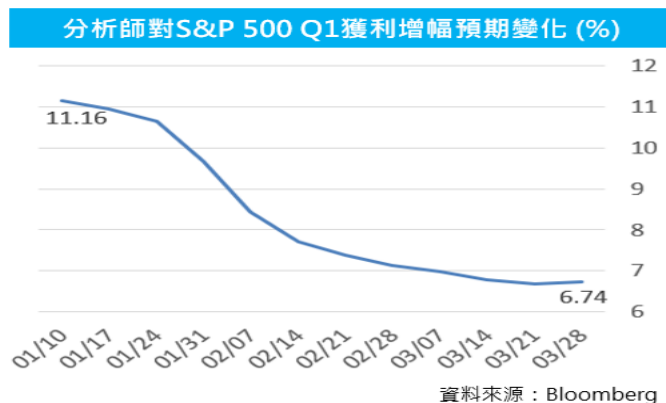
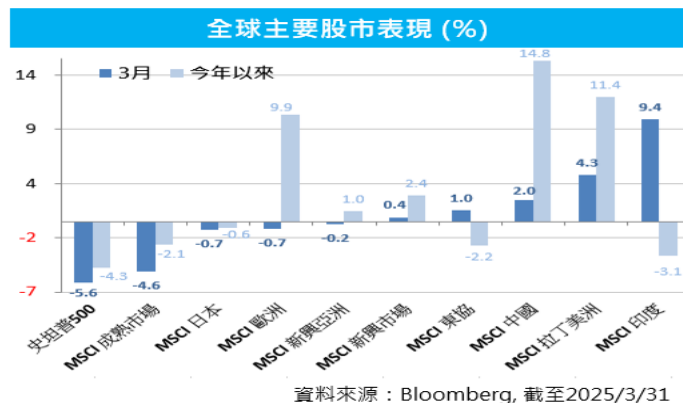
以全球主要股市 3 月換算為美元報酬後的表現來看，新興股市上揚 0.4%，表現明顯優於成熟股市的下跌 4.6%。若以個別股市觀之，去年 9 月以來呈現弱勢的印度與拉美股市 3 月分別上揚 9.4% 與 4.3%，表現最佳。歐日股市在所有成熟股市中表現相對較好，但 3 月仍雙雙小跌 0.7%。美股則因處於川普政府政策衝擊的核心，因此 3 月下跌 5.6%，表現最為弱勢。

由於川普的關稅政策反覆無常且美國數據朝向不利方向發展，投資人對於該國經濟成長動能和通膨前景產生疑慮，導致美股在 3 月整體延續著 2/19 以來的跌勢進一步修正，拖累美國主要股票指數，今年以來所累積漲勢不但全數蒸發，甚至出現負報酬的情況。

3 月以來的美國經由經濟實質活動所統計得出的「硬數據」表現雖尚能維持在一定水準，但與家庭和企業信心有關的「軟數據」已開始朝負面方向發展。經濟諮商局及密西根大學的 3 月份消費者信心指數分別跌至 4 年及 2 年多新低，且密大長期通膨預期更攀升至 32 年來的新高。同時，標普全球 3 月下旬的調查顯示，企業信心指標已降至自 2022 年以來次低水準，在在顯示民間對於川普關稅政策和刪減政府支出可能產生負面效應的擔憂日益升溫。未來宜留意相關現象是否進一步傳導至「硬數據」，從而對全球經濟與投資信心造成實質不利影響。

今年美股 Q1 財報即將於 4/10 開跑，網飛等科技巨頭也將從 4/18 起陸續公布財報。川普關稅政策的不確定性及大幅削減政府支出措施，除了拖累股市走勢外，也導致分析師對於企業 Q1 的獲利預期由年初時的年增 11.5% 左右大幅下調至 3 月底時的 6.74%。未來雖然不能排除美國企業或有機會在預估值持續下調後出現財報實質結果優於預期的現象，但若川普關稅政策遲未定案，企業對於往後幾季的財測仍可能出現較之前看法更為悲觀的可能性。

美國雖預定於 4/2 公布對等關稅，但接下來與各國將進入協商階段，且之後尚有 Q1 財報及 4/15 的美國報稅期限(民眾或趁股市反彈賣股繳稅)，短線市場仍將持續波動。此外，2 月中以來美股表現居全球股市之末，其中又以科技股受傷最重。根據川普 3/26 談話，晶片關稅應不會被包括在 4/2 對等關稅內容中，我們認為美股想要大幅反彈尚需等到晶片關稅細節較為明朗之時，在此之前的投資方式建議以定時定額或分批布局進行為宜。我們先前持續建議布局投資級債，3 月以來亦有穩定表現。短期市場觀望氣氛濃厚，料帶動避險需求，建議可增加投資級債比重，以降低整體投資組合波動。



美國股市：關稅戰與對 AI 獲利模式疑慮打壓美股走勢

標普 500 指數在三月份下跌 5.8%。領跌族群包含科技龍頭，如輝達、蘋果、Meta、亞馬遜、博通、微軟、Alphabet、特斯拉等，上漲標的包含波克夏海瑟威、石油龍頭埃克森美孚、雪佛龍、康菲石油。

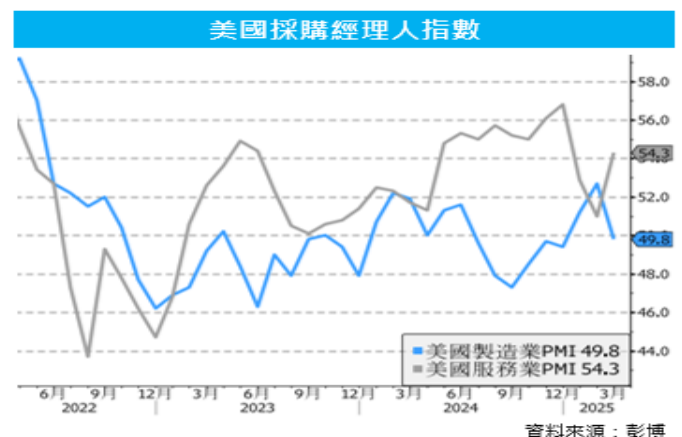
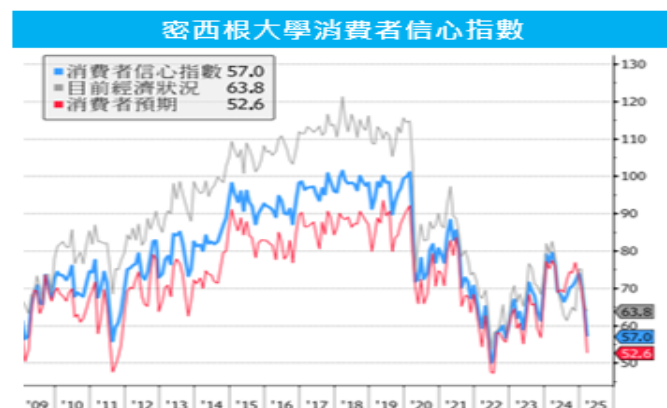
S&P Global 美國 3 月採購經理人指數初步調查顯示，製造業在 3 月陷入萎縮區間，但服務業仍繼續擴張。3 月製造業採購經理人指數初值報 49.8，低於前值 52.7；服務業採購經理人指數初值 54.3，優於前值 51.0。整體來看 3 月企業活動升溫，但對關稅和聯邦政府大幅削減支出的擔憂加深，打壓對未來的展望。

聯準會在最新季度經濟展望中，下修最新經濟展望，小幅調升通膨預期，謹慎看待川普政策可能帶來的經濟衝擊。聯準會報告中下修今年經濟預測至 1.7%、1.8%；同時分別上調今年核心通膨至 2.8%、2.2%。在 FOMC 聲明稿中，提及失業風險的次數由上次例會的 7 次驟升至 17 次，顯然對川普政策對就業市場帶來影響持謹慎態度。同時，密大消費者信心指數月跌至兩年多以來的最低點，最新消費者信心指數來到 57，已貼近 2022、2011、2009 的低點水位。

美股第一季財報即將揭曉，目前標普 500 第一季盈餘成長率預估來到 6.74%。第一季成長率最高產業不是科技，而是醫療保健類股。輝達在 GTC 大會(面向開發者的全球人工智慧大會)對長期需求表示樂觀；Google 母公司 Alphabet 表示，將以 320 億美元收購雲端安全平台 Wiz，並指出隨人工智慧融入技術基礎設施，對更強大網路安全能力需求日益增加。然而，短期 AI 題材在股市的吸引力已經開始降低，阿里巴巴主席蔡崇信示警，現階段全球資料中心建設速度超出 AI 的初始需求，尤其美國許多數據中心投資彼此重複或相互重疊，AI 資料中心建設出現泡沫風險。接下來 AI 能否提振企業獲利將是市場檢驗重點，新的應用如機器人、無人車能否順利推出將是關鍵。

川普關稅可分為特定國家關稅和特定行業關稅。除最早的鋼鋁關稅、墨加中關稅外，三月宣布針對進口美國汽車及零組件課 25%關稅，川普並重申貫徹政策的決心；四月即將公布對等關稅，預料關稅在上半年將會開始課徵並展開談判，實際談判落幕恐怕需要一至兩季時間，才有機會看到稅率是否有調降機會。

標普 500 本益比來到 23.47 倍，評價偏高讓市場波動加劇。考量美國經濟體質仍佳，雖短期市場恐因川普政策陷入恐慌，仍可把握拉回時機、以長線角度布局。



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。

歐洲股市：美歐關稅戰惡化，德國推動經濟刺激緩和衝擊

美國對歐盟的關稅戰無法達成協議，歐盟表示將採報復性關稅回擊，泛歐 600 指數在三月份下跌 4.2%。領跌族群包含諾和諾德、阿斯特捷利康等生技龍頭，以及艾司摩爾、思愛普等科技股，還有奢侈品消費如酩悅·軒尼詩-路易·威登、歷峰集團等；上漲族群涵蓋國防工業類股，如萊茵金屬，還有油價帶動石油巨擘如殼牌、道達爾能源等。

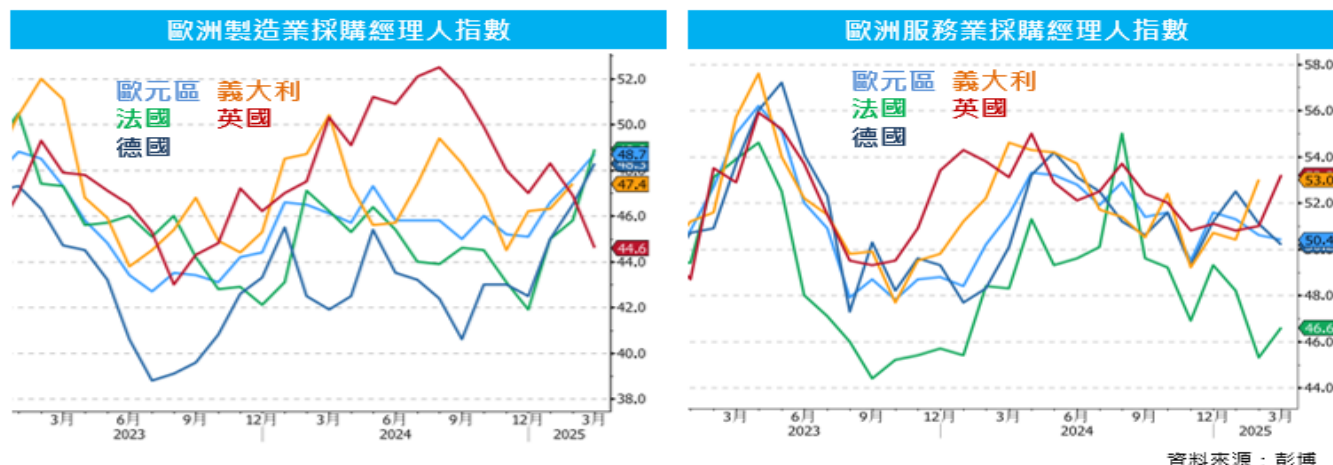
歐元區 3 月綜合 PMI 初估值為 50.4，高於 2 月的 50.2，為去年 8 月來最高。3 月歐元區製造業 PMI 從 2 月的 47.6 升至 48.7，為兩年新高，製造業萎縮趨緩。主要是外界期盼歐洲將大舉投資基礎建設和軍事生產。歐元區服務業表現大致穩定，當月服務業 PMI 從 2 月的 50.6 降至 50.4。

德國聯邦議會通過由基民盟/基社盟與社民黨提出的舉債修憲法案，法案規定，若防衛、民防、情報服務及網路安全等領域的支出超過 GDP 的 1%，政府可透過舉債籌集額外資金，法案亦規劃設立總額 5,000 億歐元的特殊基金，用於修復老舊橋樑、道路及學校等基礎設施；其中 1,000 億歐元將撥入氣候與轉型基金 (KTF)。新一屆德國總理人選還未出爐，最有希望的接任者是基民盟黨領導人默茨，預估將與社民黨就組建聯合政府進行談判，在 4 月完成組閣。

德國經濟刺激計劃預料能獲得歐盟批准，但關鍵是能否讓歐盟長期受益。預料初期推動的項目包含國防、基建、綠色能源，就經濟效益來看，國防與基建較有機會帶來長期收益，而過去歐盟在綠色能源的長期投資，並未能在新能源領域開發出新的技術。故刺激計劃主要著眼於歐洲國防自主，且抵銷川普關稅戰對德國的短期經濟衝擊。

歐盟對進口汽車徵收關稅 10%，但過去美國僅對進口汽車課徵 2.5% 關稅，被視為美國對歐盟「對等關稅」的主要目標之一。川普 26 日宣布對進口汽車加徵 25% 關稅，預計 4 月 2 日上路，料將衝擊歐洲車業，可能加劇歐盟採取反制行動，標誌貿易戰的重大升級。美國是歐盟最大的汽車出口市場，占整體汽車出口近四分之一。根據 2024 年資料，賓士北美銷售營收占比約 26.7%，BMW 北美銷售約 22.4%，福斯汽車北美銷售約 20.9%。美歐關稅談判結果將影響歐股企業獲利表現。

目前泛歐 600 指數本益比約 14.7 倍，股價淨值比約 2.06 倍，評價相對合理，然而考量美歐關稅談判仍須至少一季才能落幕，且關稅直接衝擊製藥、汽車產業，將影響企業獲利表現，故對短期行情不宜過度樂觀，建議可以長期角度分批布局。



日本股市：春鬥薪資成長強勁，關稅衝擊不利短期股市表現

日本政府因應美國關稅態度相對和緩，將協助企業面對關稅衝擊，TOPIX 指數在三月份下跌 0.9%。領漲族群包含升息概念如三菱 UFJ 金融、東京海上控股，另外還有巴菲特概念如伊藤忠商事，下跌族群包含科技股愛德萬測試、軟銀、東京威力科創、Disco、瑞薩電子，以及關稅戰影響如豐田。

日本央行三月利率決策會議維持基準利率 0.5% 不變，且對經濟評估、通膨情勢的用字大致與前次會議相同。日本央行總裁植田和男談話提到今年春鬥薪資維持相對強勁結果，且重申如果經濟及通膨情勢符合日本央行預測，將提高政策利率因應，日本央行貨幣政策正常化立場仍未改變。對於後續風險評估部分，新增外國貿易政策對日本經濟帶來極大不確定性用詞，反映在川普關稅政策明朗前，央行保持政策調整彈性，故 6 月或 7 月升息仍視關稅影響而定。日本最大工會組織 Rengo 於 3/14 宣布，其工會成員在與雇主的談判中，成功爭取到未來財年平均 5.46% 的工資漲幅，顯示日本勞工薪資維持強勁增長，支持日本央行持續升息。

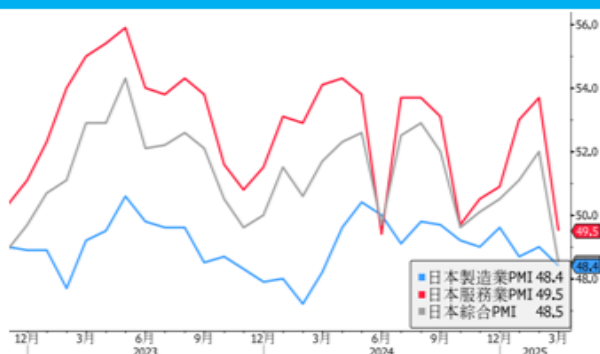
Au Jibun 銀行日本製造業 PMI 終值，從二月的 49 降至三月的 48.4，創 12 個月以來最低。新訂單亦以相似的速度下降，顯示國內及海外客戶需求相對疲弱，服務業採購經理人指數也下滑至 49.5。美日關稅存在不確定性，故企業保守因應。

巴菲特在美日關稅戰下加碼日本五大商社。日本五大商社於 3/17 揭露股東變化，波克夏控股將三井物產 (8031-JP) 持股比例從 8.09% 增至 9.82%；三菱商事 (8058-JP) 持股比例從 8.31% 升至 9.67%；住友商事 (8053-JP) 持股比率由 8.23% 增至 9.29%；伊藤忠商事 (8001-JP) 持股比例由 7.47% 調升至 8.53%；丸紅株式會社 (8002-JP) 持股比例從 8.30% 增至 9.30%。

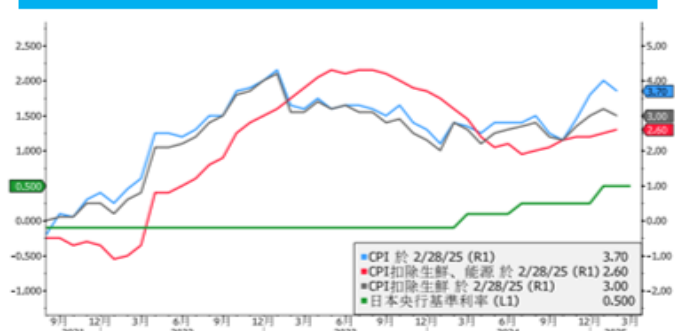
從 2023 年 10 月以來，可觀察到外資賣出日本股票部位達 10 兆日幣，而公司派買盤大致也是吸納 10 兆水位，抵銷外資賣超衝擊；就 2012 年 10 月起算，企業股票回購與央行 ETF 買盤合計達 70 兆日圓，而日股投資人賣出 35 兆日圓、外資賣超 10 兆日圓，投資機構合計也約 10 兆，顯然日股籌碼已趨於穩健。預料 2025 年日企維持 5%~10% 盈餘增長，預估公司股票回購金額也將微幅增長。

日本作為美國在亞洲最重要的戰略夥伴，過去曾積極向川普要求豁免關稅，但目前看來石破茂已經調整說詞，改為準備因應關稅帶來的經濟衝擊。預料關稅將造成短期的企業獲利成長停滯，但 TOPIX 指數目前本益比僅 14.4 倍，故關稅雖直接打擊日本企業獲利表現、在短期形成負面因素，但長期而言不致影響日企競爭力，可以分批方式布局。

日本採購經理人指數



日本CPI與日本央行基準利率



資料來源：彭博

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：汽車及晶片關稅影響大，中長期仍有利多支撐

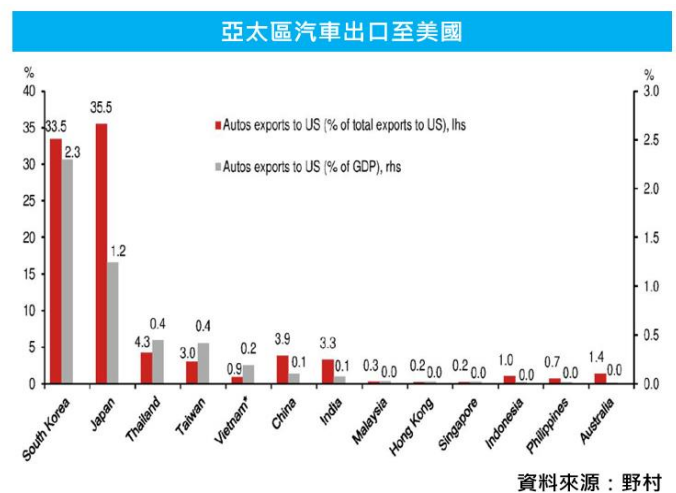
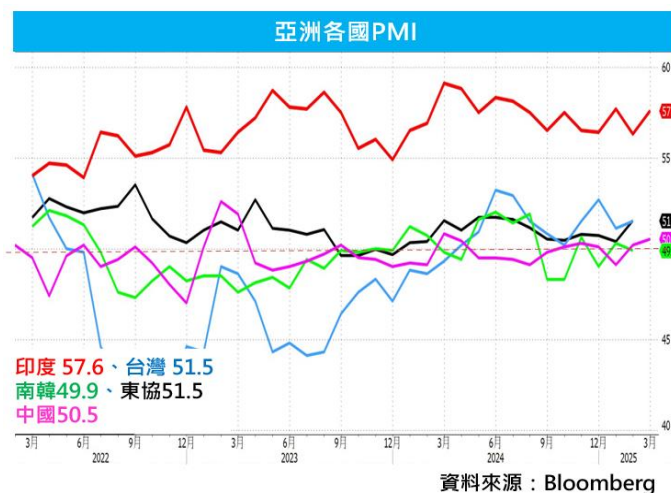
亞洲股市在三月大多下跌，截至 3/31，亞洲不含日本指數(MXAPJ)過去一個月上漲 0.45%，主要是由權值占比高的中國及印度股市帶動。國企指數震盪後走揚，單月上漲 1.18%。上證指數少數個股表現居前，但整體大致維持平盤，單月上漲 0.45%。台灣股市過去一個月跟隨美國科技股下跌，加權指數單月下跌 10.23%。南韓股市在二月上漲之後，三月再度測底，但跌幅相對較輕，KOSPI 單月下跌 2.04%。東南亞股市表現各異，整體 MSCI 東南亞指數單月上漲 1.36%。東協五國中，馬來西亞與泰國市場受關稅的影響較大，單月下跌超過 3%。菲律賓、印尼跌深反彈，上漲超過 3%，新加坡股市穩定走高，單月上漲 1.97%。印度股市止跌反彈，SENSEX 指數單月上漲 5.76%。

亞洲各國製造業 PMI 數據大多都保持擴張，臺灣製造業 PMI 2 月在春節過後揚升來到 51.5。南韓製造業 PMI 由前值 50.3 降至 49.9，陷收縮區間，但收縮幅度輕微，各項分類指標大致穩定。中國 3 月官方製造業 PMI 報 50.5，比上月上升 0.3%，景氣緩慢回升。東協 2 月製造業 PMI 由 50.4 跳升至 51.5，顯示當地經濟依然穩健。印度的製造業 PMI 仍是亞洲表現最好的國家，三月數據為 57.6，產出和新訂單保持高位，景氣維持高速擴張。

3 月底川普加碼了汽車 25% 的關稅，根據野村的統計，在新興亞洲中，南韓是汽車出口的大宗，該國出口至美國的商品有 33.5% 是汽車，相當於 GDP 的 2.3%，受影響最大。在東南亞中則以泰國的出口占比最高為 4.3%，對 GDP 的影響則是 0.4%，但對美國的汽車出口額可能無法準確反映汽車關稅的最終影響，因為亞洲各國普遍都是供應鏈的一部分，其他國家將透過汽車零組件的方式受到推拖累，推估中國、泰國、台灣都將受到汽車關稅一定的影響。

另外，川普也威脅對半導體徵收關稅。目前還不確定何時納入議程，但考慮到晶片和電子產品在亞洲經濟成長中佔有核心作用，晶片關稅的衝擊可能更勝汽車關稅。然而整個晶片供應鏈多是先由台灣和韓國生產，之到中國和新、馬進行組裝跟封測，然後再出口到美國，在產地上有課稅的困難度，再加上美國本身沒有足夠的產能，關稅遭轉價而拖累消費性電子產品需求的風險更大。

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放緩，而且不確定性非常大。東北亞中長線受惠於 AI 帶動相關科技產業需求。印度、東南亞則受惠於供應鏈轉移，利多仍存，亞洲中長線偏多看待。



印度：外資賣超尚未明顯結束，不宜躁進

印度近期景氣保持強勁，3月印度製造業 PMI 初值上升至 57.6，高於 2 月份的 56.3，進一步加速。產出和新訂單保持高位，需求也健康，唯一比較差的是出口訂單，這可能是受到未來關稅的預期影響。招聘速度高於平均趨勢，企業正在建立庫存滿足未來需求，也拉抬生產，成本通膨連續第三個月放緩，保持穩定，商業信心強勁，近三分之一的受訪者預計未來一年產出將增加。

3月印度服務業 PMI 為 57.7，低於 2 月的 59.0。連續第 44 個月擴張。新訂單增長加快，就業增加，同時工作積壓也有所增加。在價格方面，投入價格至四個月低點，但整體通膨率仍低於長期平均，並沒有太大的問題。從 PMI 的數據來看，製造業與服務業都保持著不錯的擴張速度。

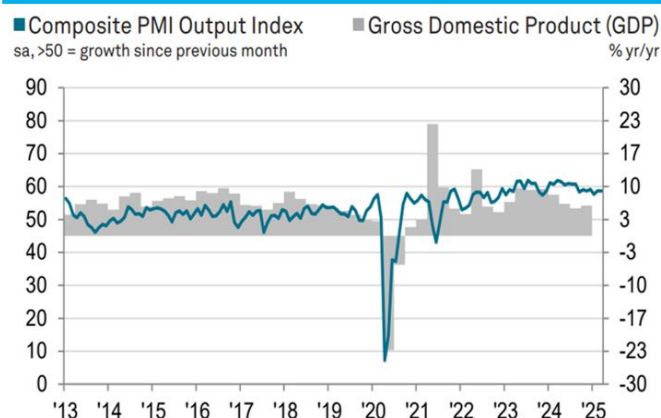
印度內需也保持著一定動能，消費者信心現況指數從 2024 年 11 月的 94 下降至 2024 年 1 月的 93.70。未來預期指數也下降了 1.2 至 120.7。儘管數據有所放緩，但對未來支出的情緒仍然強勁。其他的即時數據也有不錯的表現，電商銷售金額、汽車領牌數維持穩定的水準，農村的農產品出口、兩輪車銷售和農村信心指數均連續改善。綜合以上數據，我們預期消費將維持一定動能。

至於市場擔心的對等關稅部分，印度與美國的雙邊商品順差在 FY 24 達到 350 億美元（約佔印度 GDP 的 1.0%），主要是電子產品、醫藥產品和紡織品。印度大多數進口自美國的稅率較高（平均為 6.5%），其中農產品、紡織品和醫藥產品的關稅差距最大，的確可能為對等關稅的目標國家。印度考慮將價值逾 230 億美元美國貨的進口關稅稅率大砍超過一半，甚至讓其中一些品項完全取消關稅，作為第一階段雙邊貿易談判的籌碼。此外，印度也可能對美國加大採購，項目包含國防武器以及原油，相信應會有不錯的談判結果，因此我們認為對等關稅對印度的經濟影響有限。

另外，印度政府也刺激內需作為關稅的緩衝措施，印度央行在 2 月下調利率一碼至 6.25%。彭博預測未來一年還有兩碼的降息空間至 5.75%。另外，政府重新調整了所得稅級距，等於提供佔 GDP 0.3% 的稅收減免，政府在財政上也進行了刺激，預料可支撐該國經濟不至於大幅下滑。

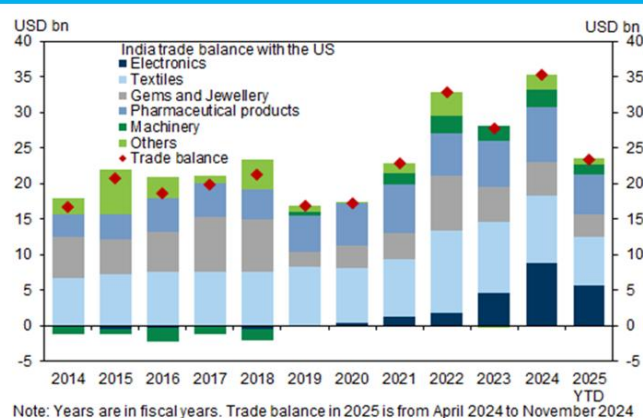
印度股市過去六個月下跌超過 11%，主要是受到資金面的影響，在去年九月印度股市見高點之後，外資開始連續的賣超，已累計拋售約 250 億美元，至三月外資也已經拋售了 150 億美元。雖然經濟基本面不錯，中長線仍看好，但外資回流前，仍有一定的風險，不宜太過躁進。

印度綜合PMI



資料來源：S&P Global

印美貿易品項及金額



Note: Years are in fiscal years. Trade balance in 2025 is from April 2024 to November 2024

資料來源：GS

東南亞：關稅將間接對經濟造成負面影響

東南亞股市最近六個月表現不佳，但經濟上並未看到太多問題。就整個區域來看，東南亞的景氣正在攀升，製造業 PMI 在 2 月跳升至 51.5 遠高於 1 月的 50.4，改變了之前七個月在榮枯線邊緣震盪的情勢。分項數據顯示產量加速成長，同時新訂單也顯著增加，這帶動了聘僱，也表示企業更看好前景，信心增強至 22 個月高點，而且地區製造業活動近期回升，但通膨壓力仍受到控制且處於歷史低點，經濟方面大致穩健。

就目前而言，對東南亞最大的風險就在對等關稅上，過去幾年東南亞國家是中國企業為避免關稅，進行供應鏈轉移以及轉出口至美國的基地，但在對等關稅之後，出口至美國的關稅可能遭到大幅提升，也讓轉出口難以持續。由於美國汽車的 25% 關稅已經宣布實施，素有亞洲底特律之稱的泰國將首當其衝，對泰國經濟成長的拖累也可能是最大的。馬來西亞和新加坡則主要是電子產品的關稅，目前普遍預估關稅的幅度會較低，因此影響也較小。至於印尼和菲律賓以國內市場為主導的經濟體來說，美國潛在關稅上調的影響可能更為可控，但仍要看對等關稅如何實施。另外，全球不確定性加劇和全球經濟成長放緩可能對東協這種小型經濟體的 FDI 以及外資流入，造成壓力，高盛預估對 GDP 的影響最高可能到 -1.3%，不可不慎。

近期印尼股市近期出現較大跌幅，MSCI 印尼指數過去三個月已經跌了近 20%，雖然不是美國關稅的直接影響，(印尼對美國的出口占總出口的不到 10%，佔 GDP 的不到 2%)。但是因為關稅讓中國的產能過剩，中國將國內產能轉出口的狀況下，導致印尼勞力密集服裝業的大量裁員，失業影響了家庭支出，並壓低了信貸需求，拖累了印尼經濟。印尼總統普拉博沃在上任後提出五年任期結束前將經濟成長率提高到 8% 的目標，但目前的外部環境讓這個目標充滿變數，我們認為印尼政府將擴大財政補貼用來短期內支撐家庭支出，用來抵銷投資和出口疲軟帶來的拖累，但今年的經濟成長放緩看來已不可避免。從印尼的例子可看出，關稅並不只影響出口，也可能透過就業與消費對整個區域經濟形成阻力。

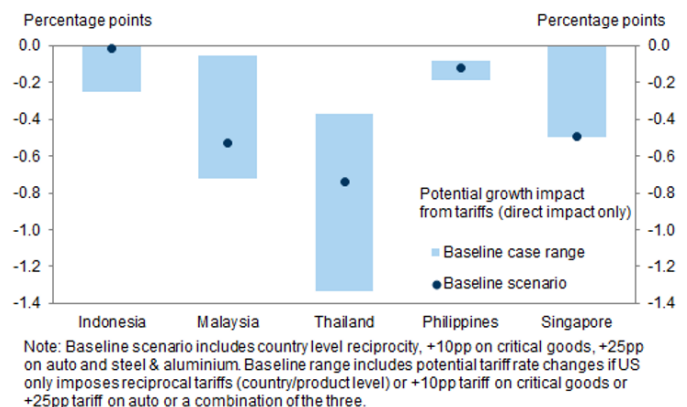
整體而言，東南亞也將受到美國關稅的影響，但整體區域的經濟仍能維持一定增速，各國股市 EPS 年增率都能保持溫和增長。除新加坡股市本益比處於十年均值外，其他國家都低於十年均值下方一倍標準差，估值面便宜，但東南亞股市較不受外資青睞，波動也大，較建議以衛星資產方式介入

東協製造業PMI



資料來源：S&P Global

關稅對東協五國的經濟影響



資料來源: GS

能源類股：原油供需仍有過剩之虞，關注經濟「硬數據」未來走向

西德州原油在 3 月中旬以前大致維持在 65~68.5 美元間的區間盤整走勢，不過，自 3/20 開始，原油開始出現反彈。川普 3/30 在表示對普丁感到「惱火」並威脅可能祭出「二級制裁」後，更帶動西德州原油 3/31 突破 70 美元整數關卡。

不過，就供需面觀之，國際能源總署 (IEA) 3 月月報將今年全球石油需求預估增量由 2 月預估的 110 萬桶/日降至 103 萬桶/日，並認為因經濟不確定性影響，近期交付數據不如預期，導致去年 Q4 與今年 Q1 的原油需求成長預測遭下調；同時該機構也預計今年非 OPEC+ 產油國石油產量將增加 150 萬桶/日，主要由美洲產油國貢獻。IEA 同時也預計今年全球石油市場將供給過剩 60 萬桶/日。就其報告看來，基本面發展並不利油價及能源類股前景。

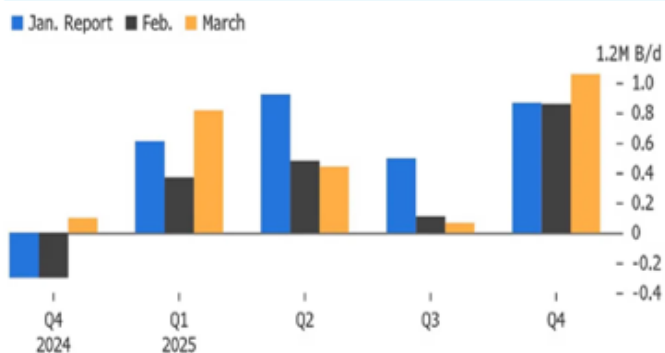
在地緣政治方面，美國 3/20 針對 19 個實體和船隻實施制裁，因其認為相關對象負責運輸伊朗石油。其中包括中國一家「茶壺」(小型獨立)煉油廠，由於其接收伊朗影子艦隊運輸的價值 5 億美元的石油。川普政府雖計劃與伊朗展開核談判，同時也威脅將動用軍事力量。然而，伊朗外長表示，將不會在「壓力、威脅和制裁」下與華府接觸。

再者，由於美國政府認為委內瑞拉總統馬杜洛未落實其選舉改革承諾且在遣返委國在美移民議題上未有明顯進展，因此 3/25 也威脅將對購買委國油氣的國家加徵 25% 關稅，以迫使委國落實改革。

最後，俄烏之間的和談仍無突破性進展。雖然在 3/18 與川普通話後，普丁一度同意對能源建設暫時停火 30 天，美國之後亦宣稱俄烏達成黑海停火協議，但俄羅斯仍陸續派出無人機轟炸包括烏國能源設施在內的區域。川普除了在 3/30 表示對普丁感到「惱火」外，也威脅俄國若不同意結束俄烏戰爭，將對俄羅斯石油實施「二級制裁」。美俄烏停戰協議細節遲未底定，顯示談判各方在關鍵議題上仍存重大分歧，停火協議短期內恐不會有所定案。

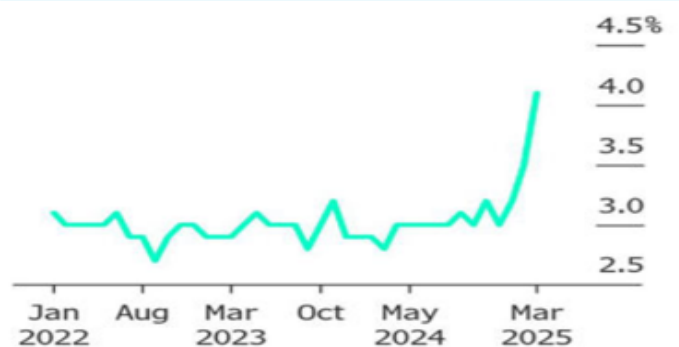
就近期美國經濟數據發展來看，雖然經由實質活動所統計得出的「硬數據」表現大多仍維持在一定水準之上，但與家庭和企業信心有關的「軟數據」表現已開始朝不利經濟發展的方向進行：經濟諮商局及密西根大學的 3 月份消費者信心指數分別跌至 4 年及 2 年多新低，密大長期通膨預期更攀升至 32 年新高；標普全球 3 月下旬的調查中，企業信心指標也降至自 2022 年以來次低水準。相關數據在在顯示民間對於川普關稅和政大規模刪減支出的擔憂日益升溫。未來宜留意這樣的現象是否進一步傳導致經濟「硬數據」，並造成對全球經濟發展前景及原油需求造成衝擊。

IEA 月報對全球原油供需預期



Source: IEA

密西根大學 5-10 年通膨預期調查



Bloomberg

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：經濟放緩、通膨穩定，聯準會降息機率高，看好投資級債

三月通膨與就業數據大致保持平穩，消費數據有轉弱跡象，加上川普關稅政策干擾，美國 10 年期公債殖利率在 4.10%~4.40% 區間震盪，較上個月 4.4%~4.6% 的區間下調，但變動幅度有限。各類債券表現不一，至 3 月 31 日止，報酬率 -1.16%~+0.90% 之間，伴隨股市修正，風險性債市表現較差，高收益債單月下跌 1.16%，新興市場美元債下跌 0.54%。避險的主權債及投資等級債表現較佳，上漲超過 0.5%，而新興市場當地貨幣債則受惠於美元走弱，單月上漲 0.9%，表現最佳。

2 月非農就業新增 15.1 萬人，低於市場預期的 15.9 萬人。失業率意外升至 4.1%，創去年 11 月以來新高，高於市場預期與前值的 4.0%。美國 2 月就業成長保持穩定，而失業率則上升，2 月平均時薪月增 0.3%，年增幅則為 4%，略低於市場預估的 4.2%。這都顯示勞動市場在政府政策變動的影響下處於微妙的平衡中，大致維持緩速降溫的趨勢。

美國 2 月 CPI 年增 2.8%，低於前值 3.0% 及預期的 2.9%，增幅創去年 11 月來新低。整體 CPI 月比成長 0.2%，低於預期，主要受惠於能源和交通成本下降。剔除波動較大的食品和能源之 2 月核心 CPI 年升 3.1%，創 2021 年 4 月以來新低。雖月底的核心 PCE 略高於預期，但通膨數據大致維持平穩的格局。

FOMC 3/20 的會議如預期維持利率在 4.25%~4.50% 不變，但收斂量化緊縮的幅度，每月減持公債金額從 250 降至 50 億美元。Fed 在聲明中強調美國經濟強健，失業率維持在低檔水平，但通膨水平仍略為偏高。Fed 在最新季度經濟展望報告中，分別下修今年經濟預測 0.4%、0.2% 至 1.7%、1.8%。並上調今年核心通膨 0.3%、0.1% 至 2.8%、2.2%。將今年失業率微幅上調至 4.4%，都略為惡化，顯示出經濟放緩但通膨停滯的格局，因此降息次數有限。

這與鮑爾在記者會中表示景氣現況穩健、利率政策合宜，FED 可耐心等待的說法相符。此外，鮑爾提及川普的關稅政策恐導致通膨延後降溫。短期通膨預期升溫，但長期影響有限。點陣圖則顯示 2025 年仍有兩碼降息空間、中性利率維持在 3.0%，利率預期均與 12 月例會相同。

股市在關稅不確定下大幅震盪，美國公債殖利率震盪走跌，2 年期與 10 年期公債殖利率分別來近期低點 3.895% 與 4.21%。美國就業放緩，整體通膨數據大致平穩，加上近期市場波動加劇，避險需求仍在，預期公債殖利率不致有快速上揚之虞。就中期趨勢來看，公債殖利率未來仍有緩降空間，投資級債可持續布局。就資產配置角度，也建議可增加投資級債比重，以降低整體投資組合波動。

