

## 春節期間(1/22-2/2)-關注4個重要的市場變化

2025年2月3日

市場特報

### 重點摘要

- 川普正式對加墨課徵關稅，本月可能棒打半導體
- FOMC按兵不動、觀望川普風險；預期降息時點延至6月
- DeepSeek驚嚇市場，科技財報好壞參半，維持美股中性

### 川普正式對加墨課徵關稅，本月可能棒打半導體

**事件回顧:** 川普在春節期間簽署一系列行政命令，2/1正式對加拿大與墨西哥進口商品課徵25%，加拿大原油10%，中國進口商品課徵10%，預計2/4生效。2/1 加拿大總理特魯多表示將先對價值300億美元的美國商品課徵25%關稅，在接下來的三週再對價值1250億美元的商品課徵關稅。**川普對加、墨課徵關稅目的可能是解決毒品與移民問題，若後續處理得當，可能有轉圜空間**，川普表示尚未就追究新冠肺炎疫情對中國採取行動。

#### 未來的川普施政風險:

- ◆ **2/18:** 2月可能再度面臨新一輪的關稅，目前川普計劃對進口至美國的鋼、鋁、銅製品，以及電腦晶片、半導體和藥物等高附加價值商品徵收關稅。**半導體最高可能面臨100%的關稅，而AI用途或先進製程能否得到豁免，仍舊是未知數。但對於大宗商品和藥品等關稅，市場普遍預期已經難以避免。**
- ◆ **3月~4月:** 美國總統川普上任後已經發布「美國第一貿易政策」(America First Trade Policy)備忘錄，指示美國貿易代表等機構在4/1前提交報告。白宮發布的貿易備忘錄，內容包括：(1)命令聯邦機構「調查並補救」美國持續存在的貿易赤字；(2)解決其他國家的不公平貿易行為和匯率操縱問題；(3)評估中國在2020年與美中簽署「第一階段」貿易協議後的表現；(4)重新「檢視」美墨加協定(USMCA)。
- ◆ **6月:** 美國將公布2025上半年度匯率操縱調查報告，而過往川普上任時，該報告通常成為其使用關稅武器的參考。去年11月美國雖沒有指出貿易夥伴有操縱匯率，但**越南、中國、德國、日本、新加坡、南韓和台灣等六個經濟體已在觀察名單，未來風險不低。**

## 通膨放緩趨勢暫時不變，經濟不致衰退但受氣候影響

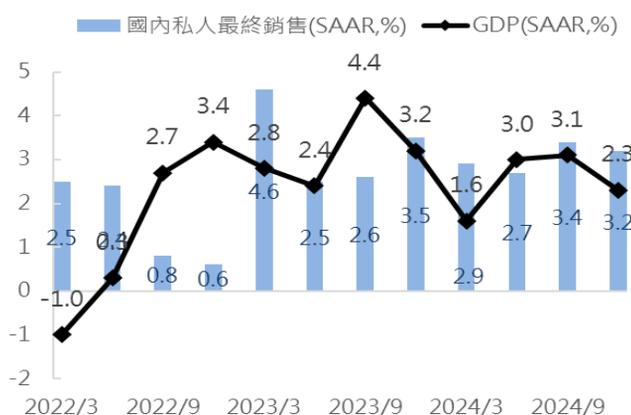
過年期間經濟數據:

- ◆ **GDP:** 4Q/24 GDP季增年率由3.1%→2.3%，低於市場預期的2.7%。最終私人銷售3.4%→3.2%，內需強勁，私人消費成長4.2%。私人投資下降5.6%。
- ◆ **PCE:** 4Q/24 PCE季增年率由1.9%→2.2%，低於市場預期的2.5%，核心PCE由2.2%→2.5%；市場基礎的PCE和核心PCE分別為2.0%、2.3%，低於基準值。
- ◆ **房市:** 2024/12 新屋銷售年化67.4萬套→69.8萬套，高於市場預期的66.9萬套；成屋銷售由415萬套→424萬套，高於市場預期的419萬套。
- ◆ **就業:** 截至1/24 初領失業金人數由22.3萬人→20.7萬人，續領失業金人數由190.0萬人→185.8萬人，同為低於市場預期的22.4萬人、189.0萬人，四週平均分別下降至21.3萬人、186.5萬人。

**通膨展望:** 美國約50%的進口額來自加拿大、中國和墨西哥。彭博經濟研究分析顯示，新關稅可能會使美國的整體進口減少15%，每年將產生約1000億美元的額外聯邦稅收，擾亂供應鏈並提高企業成本，減少數十萬個工作崗位，並最終推高消費者價格，不過**川普關稅短時間不會反映在25H1的通膨數據上，對未來的影響規模仍需觀察。**

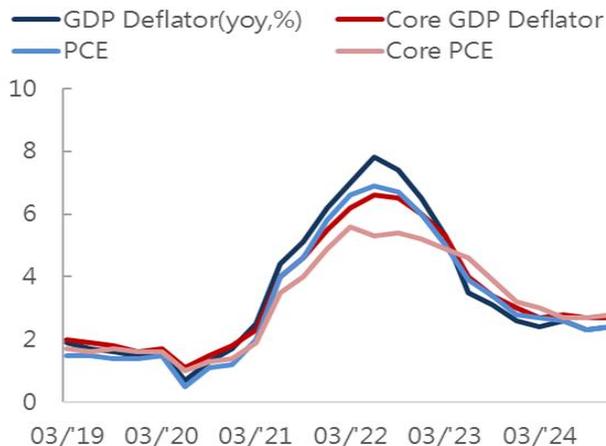
**經濟展望:** **關稅對美國的汽車、能源和食品行業影響較大，不至於讓美國經濟出現衰退。美國1Q/25部份經濟數據或因寒冬氣候與加州火災扭曲**，預期個人消費成長從強勁回歸穩健成長水準，投資下滑的因素將減弱，AI、房市與製造業推動固定投資將恢復成長，內需持續擴張，惟零售商加快囤貨或使淨出口拖累經濟成長，預期1Q/25 GDP季增率為1.7%。

私人消費保持強勁，為經濟成長主要動能



資料來源：BEA、BLS、Bloomberg；永豐投顧整理

4Q PCE低於市場預期，通膨走緩趨勢未變



資料來源：BEA、BLS、Bloomberg；永豐投顧整理

## FOMC按兵不動、觀望川普風險；預期降息時點延至6月

- ◆ **會議決策:** 1/29 FOMC以12票贊成比0票反對的票數通過維持政策利率目標區間4.25~4.50%，以及每月削減250億和350億美元的美債和MBS，共600億美元的計劃不變。
- ◆ **前瞻指引:** 近期經濟活動繼續以穩固(Solid)的步伐擴張。失業率在近幾個月已在低位回穩，就業市場情況保持穩固(remain solid)。通膨方面，刪除「通膨委員會設定的2%目標已取得進展」，改為「維持某種程度的上漲(somewhat elevated)」。
- ◆ **Powell發言:** 將在今年夏季晚期時進行貨幣政策框架調整的總結，但未來2%通膨的目標不變，因此通膨2%不會是重新檢視的焦點。Powell表示不會對川普言論發表評論，但警告關稅帶來的影響可能非常廣，不清楚影響規模會多大。

**債市結論:** 1月FOMC按兵不動，Fed觀望川普2.0政策，前瞻指引表示就業市場回穩，如果Fed要在3月降息，需要過去那些帶動通膨降溫的因素，如能源、商品價格等，有比預期更大的下降幅度。**Powell表示不急於調整政策利率，市場減少3月降息押注，考量1H/25通膨趨勢仍在向下，預期今年首次降息時機在6月。**展望後市，短期美債期限溢價升勢暫緩，市場對Fed降息預期持續往2碼靠攏，短線預期美債10年券殖利率區間為4.40%~4.80%。

市場預估降息時點延至6月

MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	15.5%	84.5%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.6%	31.4%	65.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.5%	15.4%	45.6%	37.5%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	4.1%	21.0%	44.1%	30.5%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	9.0%	27.7%	40.2%	21.7%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.3%	2.7%	12.2%	29.8%	37.0%	18.0%
2025/12/10	0.0%	0.1%	0.8%	4.5%	15.6%	31.2%	33.4%	14.5%

資料來源：FedWatch；永豐投顧整理

官員發言依舊謹慎保守

	官員	時間	貨幣政策前景
理事	Michelle Bowman	1/31	美國就業市場已經趨緩，但接近充分就業，預期美國通膨下降讓Fed可以在今年進一步降息，但薪資上漲、金融市場活躍、地緣政治風險以及川普的政府政策可能會減緩通膨方面的進展讓通膨保持高位， <b>上行風險依然存在，且目前利率不太可能對需求產生顯著的抑制作用，應採取謹慎、漸進的政策方針</b>
芝加哥行長	Austan Goolsbee	1/31	預期今年通膨將緩解，允許Fed繼續降息， <b>預計12至18個月後的利率將會低於當前</b> ，關稅和其他行動可能會造成不確定性， <b>應該放慢調整利率向中性水平靠攏的步伐</b> ，決策者必須區分出那些可能持續存在的物價影響和那些可忽略的一次性調整

資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理

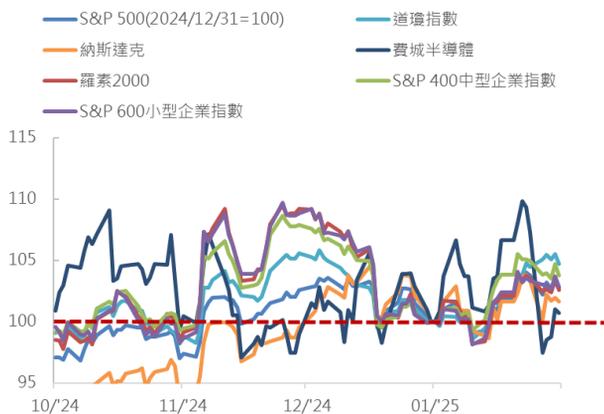
## DeepSeek驚嚇市場，科技財報好壞參半，維持美股中性

DeepSeek是由中國幻方量化(High-Flyer)成立的新創公司，而DeeSeek所訓練出來的最新R1模型(為去年底的V3模型強化版)，號稱成本只需557.6萬美元，不到美國大型龍頭模型的十分之一，就能達到類同於Chat GPT o1的效能。不過Semianalysis為首的研究單位質疑DeepSeek的總成本應至少達到16億美元、部分資料來自Open AI的模型，也質疑市場對R1和o1的競爭力比較方式有瑕疵。在專業機構出面緩頰後，市場對於DeepSeek的恐慌明顯出現緩解。

財報方面，蘋果的大中華銷售下滑11.1%，iPhone營收僅691.4億低於預期的710億，不過上述兩利空在財報前已經反映，加上服務收入比預期高出約3億，毛利率創下史高，財報公布隔日(1/31)僅小跌0.67%。微軟的智慧雲端部門營收成長31%，低於上季的33%和預期的32%，並表示**2026財年資本支出增速將比今年慢**，再加上財測不如預期、DeepSeek出世，財報公布隔日(1/30)大跌6.2%。Meta公布AI聊天機器人活躍用戶達到7億，超過前值的6億並預期今年達到10億，計畫今年資本支出高達1140~1190億，因此即便財測不如預期，財報公布隔日(1/30)仍漲1.55%。

**股市結論:** DeepSeek一度引發投資人對算力與能源需求的疑慮，1/31 美國總統川普宣布向加、墨與中國徵收關稅，也對大型科技供應鏈造成威脅。不過DeepSeek並未成為恐慌黑天鵝，市場也仍期待川普政策會先苦後甘，流動性充裕下資金輪動至其他低估值或財報穩健的產業及個股，使**標普500一度創下新高，股市情緒並未受到嚴重打擊。整體而言，短期市場仍在消化川普關稅影響，高估值環境下財報期間股市難免震盪，因此維持美股中性評等**，預期標普500指數區間5700~6400點。

### 費半大跌然其他指數依舊有撐



資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理

### 金融和通訊財報拉動獲利上修

24Q4企業獲利預估修正

Sector	2025				2024			
	Today	1 Jan	1 Oct	1 Jul	Today	1 Jan	1 Oct	1 Jul
Consumer Discretionary	14.6%	13.0%	13.2%	16.3%				
Consumer Staples	-0.9%	-1.4%	3.1%	5.7%				
Energy	-31.3%	-27.0%	-15.6%	-1.4%				
Financials	28.8%	17.4%	20.2%	18.4%				
Health Care	8.6%	12.8%	21.8%	24.5%				
Industrials	-7.7%	-3.5%	2.3%	6.1%				
Materials	-3.3%	-0.3%	13.8%	22.2%				
Real Estate	11.6%	10.7%	10.5%	11.5%				
Technology	16.9%	15.4%	15.6%	16.5%				
Communication Services	30.3%	22.6%	18.7%	17.3%				
Utilities	9.9%	9.5%	13.1%	12.1%				
<b>S&amp;P 500</b>	<b>11.5%</b>	<b>9.6%</b>	<b>12.8%</b>	<b>14.8%</b>				

資料來源：LSEG；永豐投顧整理

台股封關期間，歐美股市一度創新高

		2024/12/31	2025/1/21	2025/2/2	期間漲跌(%)	YTD(%)	備註
美歐股市	道瓊	42544	44026	44545	1.2	4.7	
	S&P500	5881	6049	6041	-0.1	2.7	史高(1/24)
	NASDAQ	19310	19757	19627	-0.7	1.6	
	德國DAX	19909	21042	21732	3.3	9.2	史高(1/31)
	法國CAC	7380	7771	7950	2.3	7.7	
	英國FTSE	8173	8548	8674	1.5	6.1	史高(1/31)
亞洲股市	日本	39894	39028	39572	1.4	-0.8	
	中國	3351	3243	3251	0.2	-3.0	
	香港	20059	20107	20225	0.6	0.8	
	南韓	2399	2518	2517	-0.0	4.9	
	台灣	23035	23300	23525	1.0	2.1	
	新加坡	3787	3795	3856	1.6	1.8	史高(1/8)
	泰國	1400	1353	1315	-2.8	-6.1	
	馬來西亞	1642	1580	1557	-1.5	-5.2	
	印尼	7079	7182	7109	-1.0	0.4	
菲律賓	6528	6340	5863	-7.5	-10.2		
金磚三國	俄羅斯	1151	1152	1152	0.0	0.0	
	巴西	120283	123338	126135	2.3	4.9	
	印度	78139	75838	77501	2.2	-0.8	
其他	新興亞洲	704	703	708	0.8	0.6	
	新興歐洲	704	703	708	0.8	0.6	
	拉丁美洲	1853	1937	2026	4.6	9.4	

資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理

FOMC結果在預期內，債市小幅波動

各國公債		2024封關	2025/1/22	2025/2/2	期間報酬率	YTD報酬率
歐洲	希債10年券	3.22	3.38	3.32	0.51	-0.90
	葡債10年券	2.84	2.93	2.87	0.53	-0.23
	義債10年券	3.52	3.60	3.55	0.40	-0.26
	西債10年券	3.06	3.15	3.07	0.68	-0.08
	法債10年券	3.19	3.27	3.20	0.52	-0.09
	德債10年券	2.37	2.53	2.46	0.63	-0.84
	英債10年券	4.56	4.63	4.54	0.73	0.22
G3	日債10年券	1.09	1.19	1.24	-0.45	-1.44
	美債10年券	4.57	4.61	4.54	0.57	0.24
亞太	台債10年券	1.61	1.60	1.60	0.00	0.08
	韓債10年券	2.87	2.82	2.86	-0.28	0.12
	澳債10年券	4.36	4.46	4.43	0.26	-0.56

資料來源：Bloomberg；永豐投顧整理

投資聲明:1.本研究報告由永豐商業銀行提供，資料來源為永豐證券投資顧問股份有限公司，所載資料僅供參考，無法保證內容完整性或預測正確性，亦不作任何保證，資料內容若有變更，將不另行通知，客戶投資前應慎重考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。2.投資均有風險，任何投資商品過去績效亦不代表未來績效之保證，且有可能受市場波動導致本金損失；若申購以外幣計價的投資商品應瞭解匯率變動風險亦有可能導致本金之損失。3.未經永豐商業銀行及永豐證券投資顧問股份有限公司同意，不得以任何形式沿用、複製或轉載本文件之內容。