

2025年02月05日

主題趨勢報

美國股債市

川普關稅戰爭下的布局之道



報告摘要

- 川普暫緩對加墨課徵關稅，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

2025年02月05日

主題趨勢報

投顧觀點

雖然美國對加拿大、墨西哥課徵關稅延後30天，但是萬一未來還是落實對加墨課徵25%、對中國加徵10%進口關稅，仍須留意其影響:美國約43%進口額來自加拿大、中國和墨西哥，此次關稅行動粗估影響到價值約1.3兆美元的商品貿易，接近2023年美國GDP的5%，並使美國的平均關稅率從目前的接近3%上升至10.7%，預計對美國的汽車、能源和食品行業影響較大。

此外，關稅課徵之後，對手國的關稅報復風險也會升高。彭博經濟研究認為若貿易對手國對美國加徵相同幅度的關稅，則根據2018/12 Fed的估計，平均關稅稅率提高1個百分點，GDP可能會減少略超過0.14%，核心PCE會上升0.09%。而新關稅將使平均稅率提高7.7個百分點，因此美國GDP的減少幅度可能達到1.1%；**目前總體數據顯示美國經濟仍具韌性，但關稅課徵恐升高通膨風險，恐推遲FED降息步伐，資金面短期仍須慎防動盪風險。**

◆ 股市方面，科技股受川普關稅消息牽動，不過川普利好市場的放鬆監管和減稅政策尚未實施和發酵，因此本月若真的提出驚嚇市場的半導體關稅政策，導致股市出現明顯修正，則可以開始分批佈局。至於川普關稅對汽車、消費等產業前景相當不利，美國經濟又走在放緩的路線上，不利非AI的循環類股，**因此股市修正還是建議以抄底AI科技、金融和電力公用事業股為主。**

◆ 債市方面，從債市定價來看，多數市場參與者並未將關稅問題納入定價。目前川普與墨西哥、加拿大達成協議推遲關稅，假設之後關稅依舊執行，預料通膨會更多反應在殖利率曲線的短端，但如果事態嚴重性增加，長端有可能從通膨上升反應轉變為潛在的經濟成長損害。目前市場對10年期美債定價合理，預期殖利率區間為4.40%~4.80%。信用市場利差未對潛在貿易戰定價，相對股市有優勢。**市場偏好上依序為美國非投等債>美國投等債=新興市場債。**

未來的川普風險：

◆ 2/18：2月可能再面臨新一輪的關稅，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，市場預期難以避免。**

◆ 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。**

2025年02月05日

主題趨勢報

川普至今簽署行政命令及政策一覽

領域	內容	輿論觀感
移民政策	取消出生公民權：簽署行政命令，試圖終止非法移民及臨時合法居留者子女的出生公民權。	此舉引發廣泛爭議，支持者認為可減少非法移民，反對者則認為違反憲法第十四修正案。
	加強邊境安全：宣布南部邊境進入國家緊急狀態，部署軍隊，加強邊境牆建設，恢復「留在墨西哥」政策，並關閉CBP One應用程式。此程式允許近100萬名移民合法入境美國並申請工作許可。	支持者認為此舉有助於遏制非法移民，反對者則擔心人道主義問題。
	簽署「萊肯·萊里法案」(Laken Riley Act)：授權美國移民暨海關執法局(ICE)拘留遭逮捕或起訴的無證移民，或因破門行竊、搶劫、竊佔而被定罪的無證移民。	這是川普重返白宮以來第一份送交他手中簽字的法案，象徵他在國會共和黨人的優先要務上取得的第一個重大勝利。
社會及教育	限制性別認同政策：簽署行政命令，聯邦政府僅承認男性和女性兩種性別，並取消多樣性、公平性和包容性(DEI)計劃。	此舉引發LGBTQ+團體的強烈反對，認為削弱性別少數群體權益。
能源與環保	退出巴黎氣候協定：再次宣布美國退出巴黎氣候協定，並撤銷多項環保政策。	環保團體強烈譴責，認為此舉將加劇氣候變遷問題，這一政策與全球減碳目標背道而馳，可能削弱美國在國際氣候合作中的領導地位。
	鬆綁油氣開採限制：試圖推翻拜登禁止在2.53億公頃聯邦水域進行近海鑽探的禁令，並允許在阿拉斯加荒野進行更多石油和天然氣鑽探。	環保團體擔心近海鑽探可能導致生態系統破壞，增加石油洩漏風險，並加劇氣候變遷。
	撤銷電動汽車推廣政策：川普撤銷了拜登推動電動車政策，包括取消電動汽車的稅收優惠，並終止相關的強制性規定。	環保組織和部分民眾對此表示強烈反對，認為這些政策將削弱應對氣候變遷的努力，與全球減碳的目標背道而馳。
	暫停綠色基礎設施資金發放：川普下令暫停發放超過3000億美元的綠色基礎設施資金，這些資金原本是用於支持清潔能源項目和基礎設施建設。	撤銷對綠色能源的支持，將影響可再生能源產業的發展，並加劇氣候危機。撤銷綠色能源政策將使美國錯失在清潔能源領域的競爭優勢，並可能導致法律挑戰。
公共衛生	退出世界衛生組織(WHO)：宣布美國退出WHO，並停止資金支持	公共衛生專家和國際社會表示擔憂，認為此舉可能削弱全球健康安全。
司法政策	赦免國會暴動事件參與者：赦免約1,500名在國會騷亂中被指控的個人。	此舉引發民主黨人和部分共和黨人的批評，認為削弱法治。
政府運作	凍結聯邦政府招聘：實施聯邦政府招聘凍結，並計劃削減政府機構。	支持者認為有助於精簡政府，反對者擔心影響公共服務運作。
凍結聯邦援助款	全面凍結3兆美元的聯邦援助款支出，後撤回備忘錄：白宮1/27向聯邦機構發出備忘錄，要求檢討援助款的運用，後因反彈過大而在1/29撤回。	凍結命令一出引發強烈反彈，多位法官發出禁制令。1/29白宮宣布暫緩實施，但強調會持續審查資金運用。
貿易政策	關稅政策：2/4起對中國進口商品徵收10%關稅，對加拿大和墨西哥進口商品徵收25%關稅。	商界擔憂此舉可能引發貿易戰，消費者價格上漲。
	對哥倫比亞加徵關稅威脅：2025/1/26，川普總統威脅對所有來自哥倫比亞的進口商品徵收25%的關稅，並可能在一週內提高至50%，以回應哥倫比亞拒絕接受兩架載有被遣返非法移民的美國軍機降落。哥倫比亞最終同意接受遣返航班，川普則暫緩實施關稅措施。	此舉引發國際社會關注。支持者認為，川普強硬的貿易手段有效捍衛美國利益；反對者則批評此舉是「外交霸凌」，可能損害美國與拉丁美洲國家的關係。
針對TikTok行政命令	對TikTok的禁令延後75天執行；此舉旨在為TikTok的中國母公司字節跳動提供更多時間，尋求將其美國業務出售給美國買家，以解決國家安全方面的擔憂。	在美國，TikTok擁有廣大的年輕用戶群體。禁令解除後，許多用戶對此表示歡迎，特別是那些依賴該平台進行創作和經營的小型企業。他們對服務的恢復表示感激，認為這有助於他們的業務持續運營。

資料來源：永豐投顧整理

投資聲明: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。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。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。

2025年02月05日

主題趨勢報

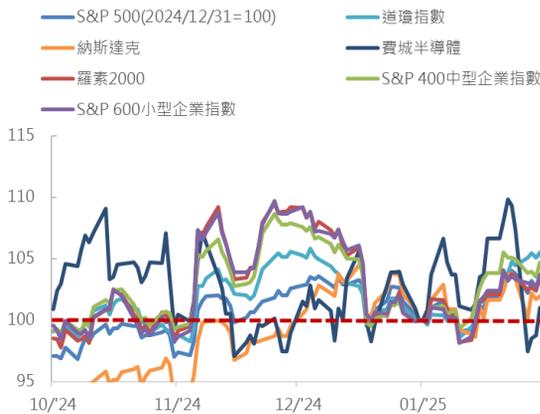
川普可能先大棒再給甜頭，留意科技股抄底機會

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)，號稱訓練成本只需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，然而市場認知的低成本並未計算使用上萬套H100進行試驗和試誤的預訓練算力成本，高階算力重要性並未改變，其中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OpenAI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。

此外包含Meta與Microsoft等大型CSP(雲端服務供應)廠商均在4Q24法說時上調2025年Capex，Bloomberg預估2025年Capex將上調9個百分點，整體而言CSP資本支出持續上調，算力投資趨勢並未改變。此外DeepSeek 低成本模型出現意味 AI 技術逐漸成熟，DeepSeek的低運算成本有望加速AI由基礎層跨入應用層，雲端相關商機包含AI PC、AI手機以及IPC邊緣運算可望受惠，預估AI應用將會在未來的2~3年加速普及，而2025 有望成為 AI 應用發展元年。其中AI 應用層市場規模預估達1.3兆美金，遠高於 AI 基礎層市場規模。

股市結論：DeepSeek恐慌消散，當前科技股受川普關稅消息牽動；從川普對加、墨關稅立場可見其先嚇阻後談判的策略，再加上川普利好市場的放鬆監管和減稅政策尚未實施和發酵，因此本月超級財報周也告一段落後，2/18川普若真的提出驚嚇市場的半導體關稅政策，導致科技股出現明顯修正，則可以開始分批佈局。對整體美股方面，美債殖利率保持在4.55%附近持續震盪，不利非AI企業，同時川普關稅對汽車、消費等產業前景相當不利，經濟又在放緩路線上，也不利非AI的循環類股，因此若股市修正，建議還是以抄底AI科技、金融和電力公用事業股為主，維持美股中性評等。

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%				
S&P 500	11.5%	9.6%	12.8%	14.8%				

資料來源：LSEG；永豐投顧整理

投資聲明: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，客戶投資前應慎審考量本身風險承受度，並應自行承擔投資風險。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。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。

2025年02月05日

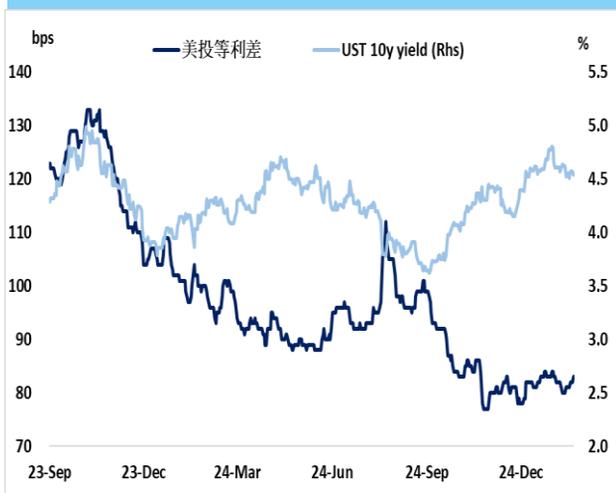
主題趨勢報

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： 川普與墨西哥、加拿大達成協議推遲關稅一個月，市場不確定性減緩，加上美國1月ISM製造業表現強勁，Fed 官員重申不急於降息，使市場對Fed降息預期略有收斂，10年券殖利率2/3盤中跌至4.46%後反彈至4.56%。從債市定價來看，多數市場參與者並未將關稅問題納入定價。假設之後該關稅還是執行了，預估通膨會更多反應在殖利率曲線的短端，而隨著事態嚴重性增加，長端有可能從通膨上升反應轉變為潛在的經濟成長損害。整體而言除了關稅不確定性之外，市場並無太多額外消息去驅動方向性，當前市場對於10年期美債定價合理，短線預期殖利率區間為4.40%~4.80%。信用市場方面，利差未對潛在貿易戰做出任何定價，在這議題上信用債相比於股市有些優勢，而相對於股市面對不確定性的波動，利差顯得相對平穩且受益於高殖利率的保護。

春節期間美國公債殖利率、利差表現平穩



資料來源：Bloomberg，永豐投顧整理

Fed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， 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
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， 預計12至18個月後的利率將會低於當前 ，關稅和其他行動可能會造成不確定性， 應該放慢調整利率向中性水平靠攏的步伐 ，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