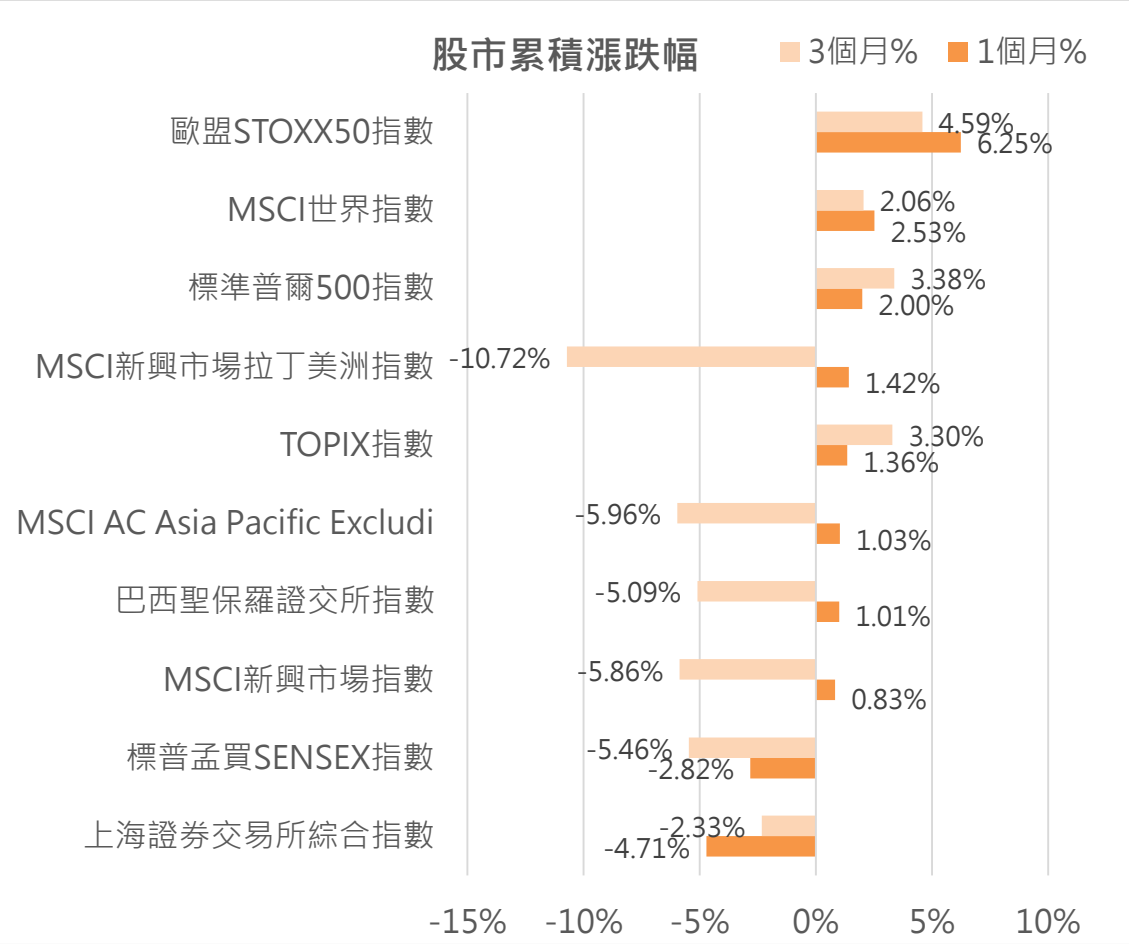
王道市場洞悉 O-Insight

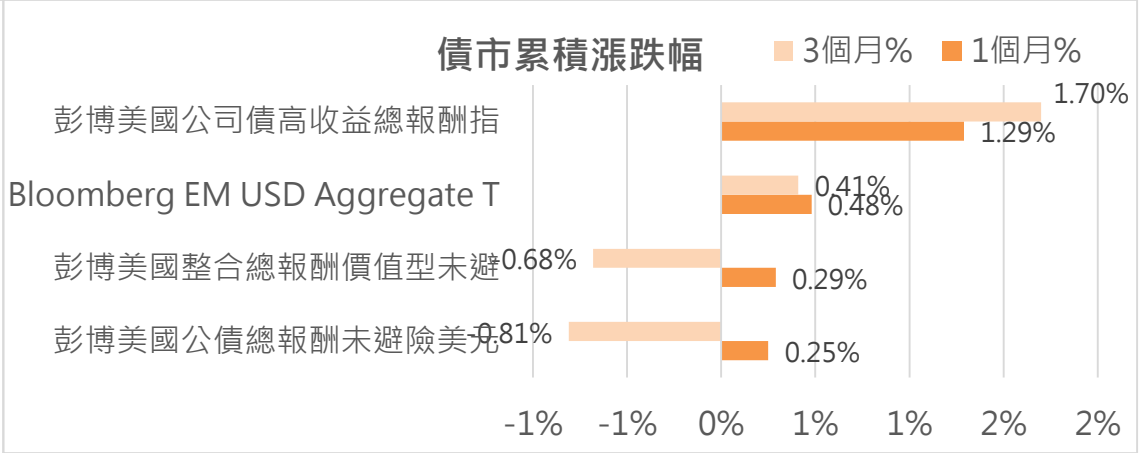
Feb. 2025

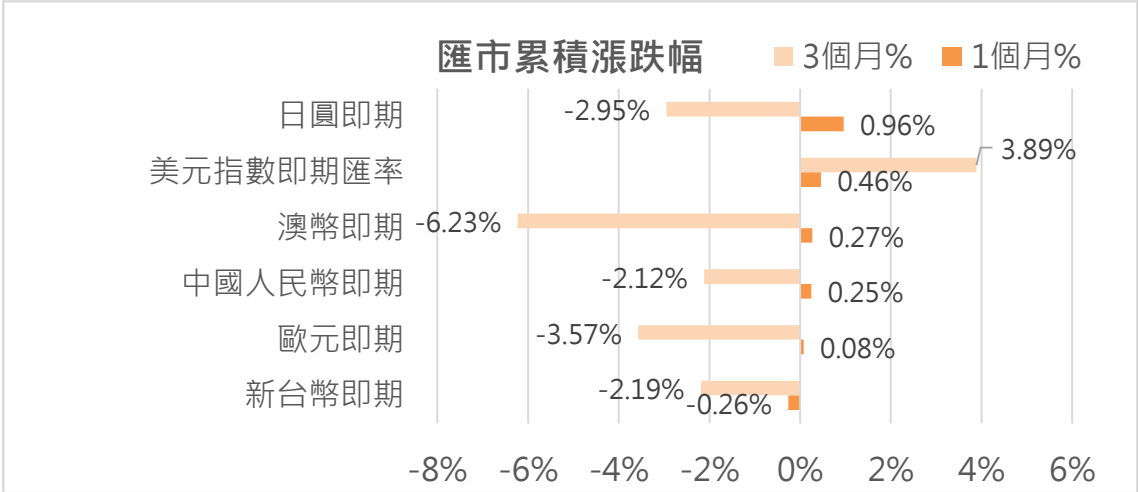
BANK 王道銀行

全球金融市場表現

1. 短線川普上任對於關稅行動較謹慎，併考量中期政策副作用等緩解因素，**中長期美債殖利率溫和偏下**
2. 美元後續繫於此前政見政策後續執行度，目前**視為政策政見與短線實際(就職演說)差距造成的小回檔**







央行大事紀

	2025年1月	2025年2月	2025年3月
美國	1/30 FOMC利率會議		3/20 FOMC利率會議
歐洲	1/30 歐洲央行利率會議		3/6 歐洲央行利率會議
		2/6 英國央行銀行利率	3/20 英國央行銀行利率
日本	1/24 日本央行利率會議		3/19 日本央行利率會議
其他市場		2/18 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　：中長期偏向看好美股 預期短線較波動 今年預估約溫和上漲10%~15%

  短中期給予印股中性展望 短期受美元美債影響 新興股市較震盪或偏弱

  短中期給予台股中性展望 基本面雖穩健 受到非經濟因素之疑慮

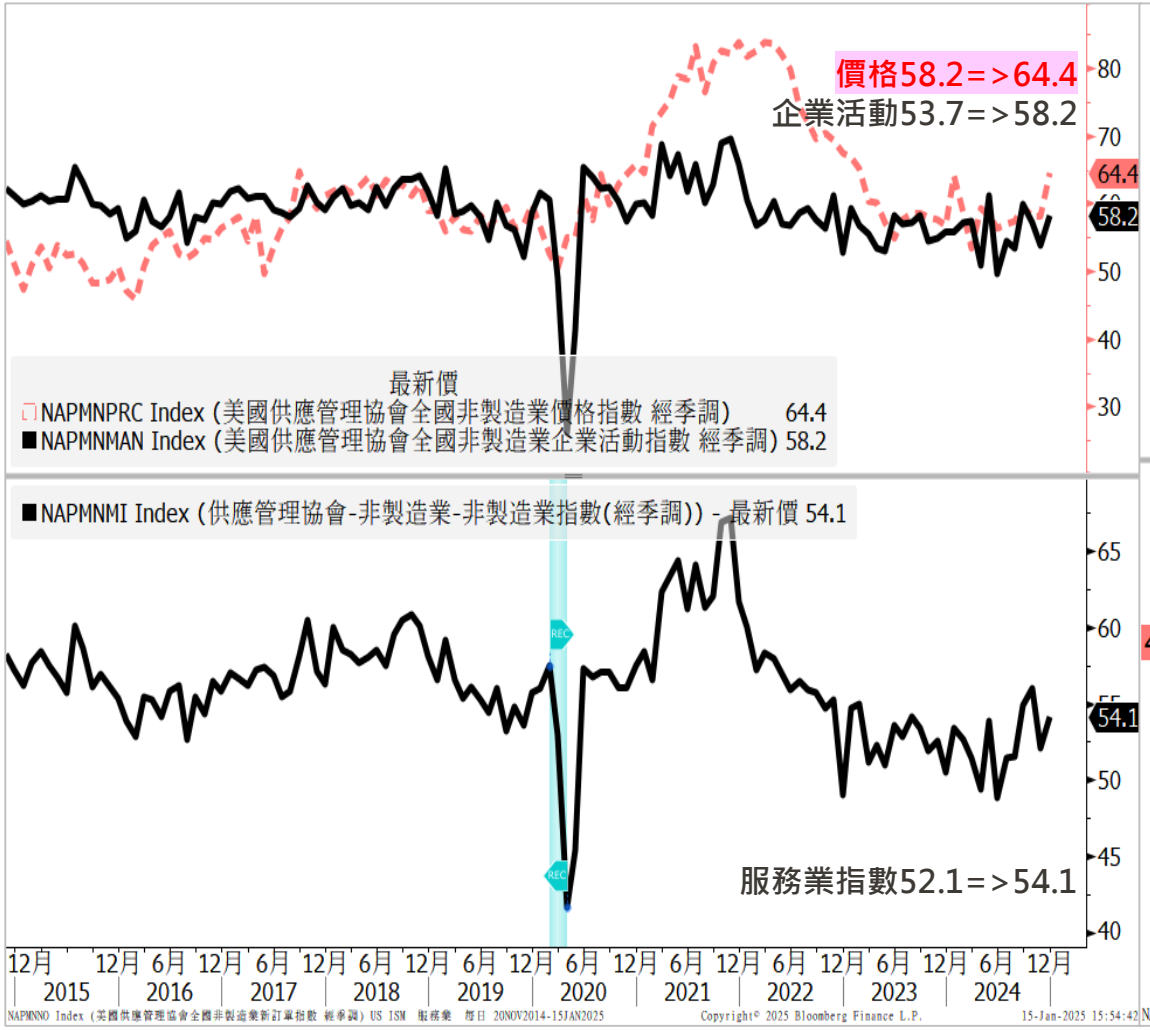
- 固定收益：短中期債市表現可能受到美國景氣偏好及川普效應之影響 表現略波動

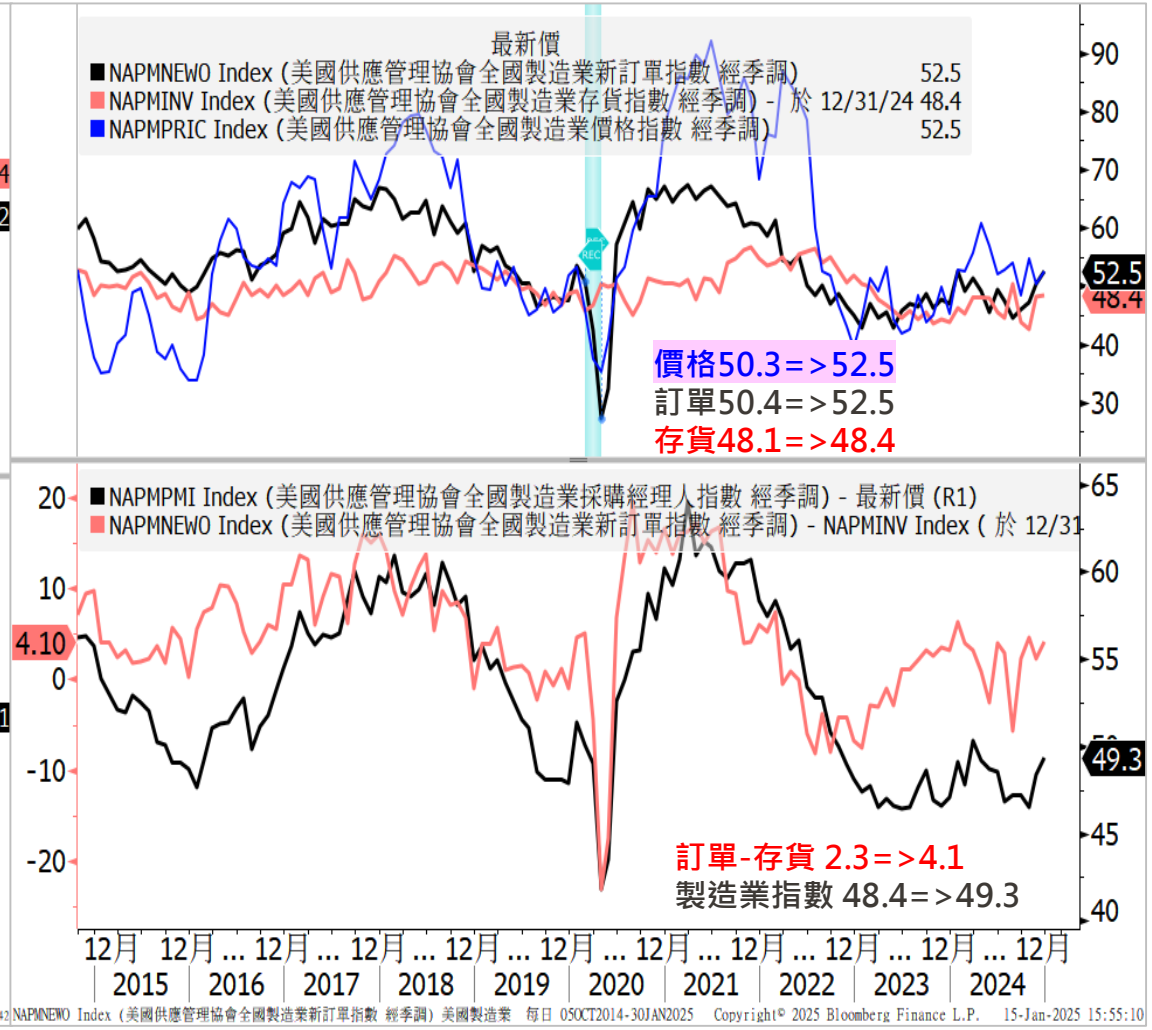
  但以中長期投資維度而言 仍看好債市表現

  相對看好美國非投資等級債(受惠於殖利率緩衝較大及對國內企業保護政策)

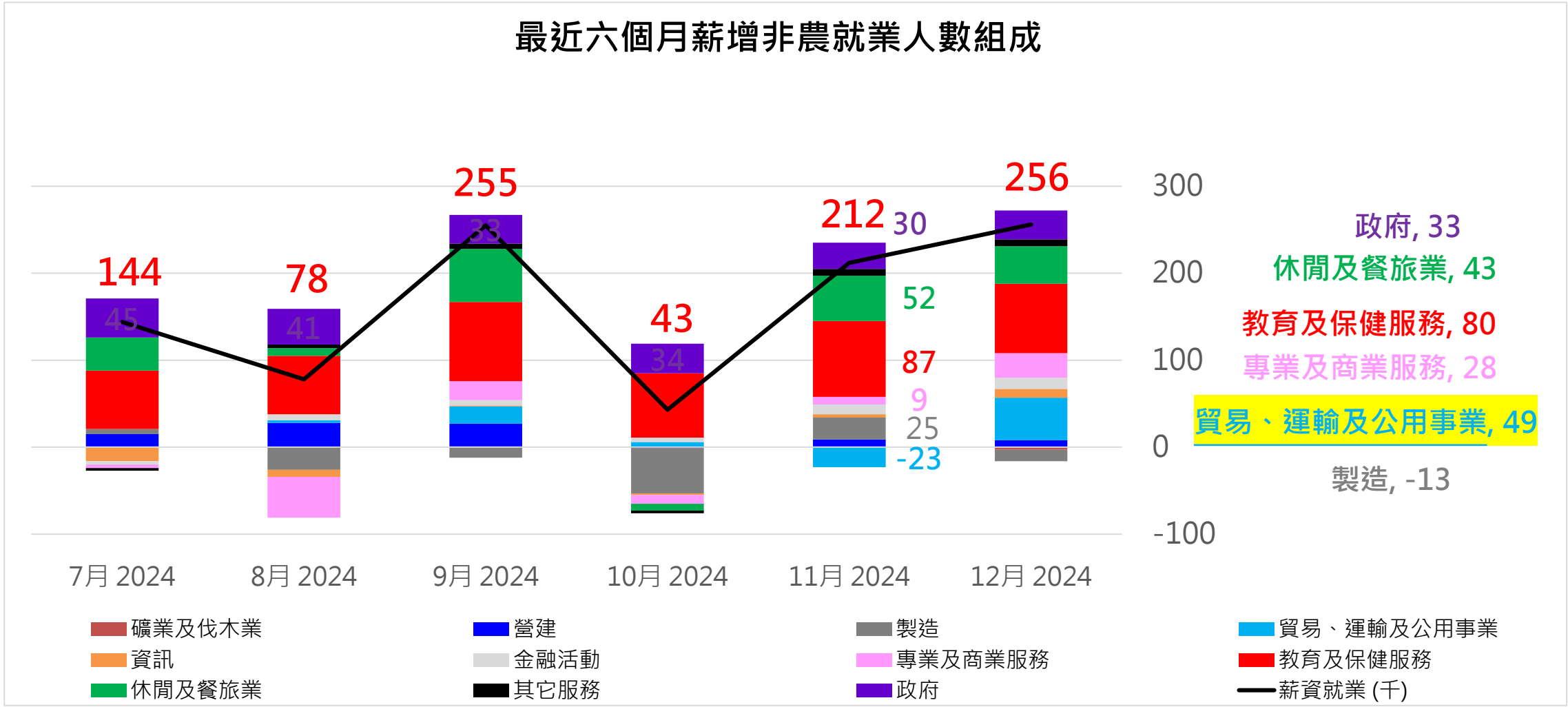
- 平衡型　：看好美國平衡型基金
- 商品　：油價看法維持中性 川普鼓勵美國增產將抑制油價上揚
- 匯市　：美元後續繫於此前政見政策後續執行度，目前視為政策預期差距造成的小回檔

經濟：服務製造業展望均改善

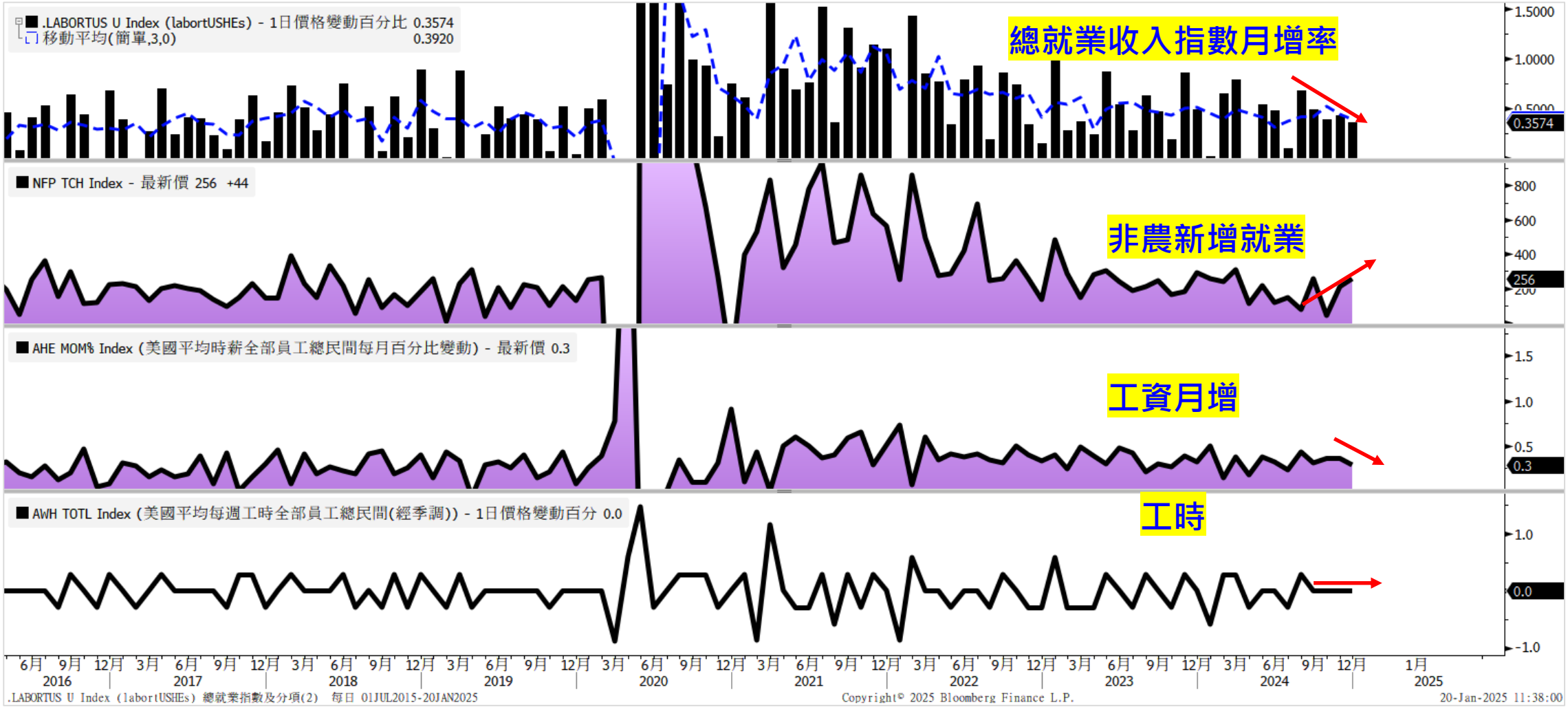




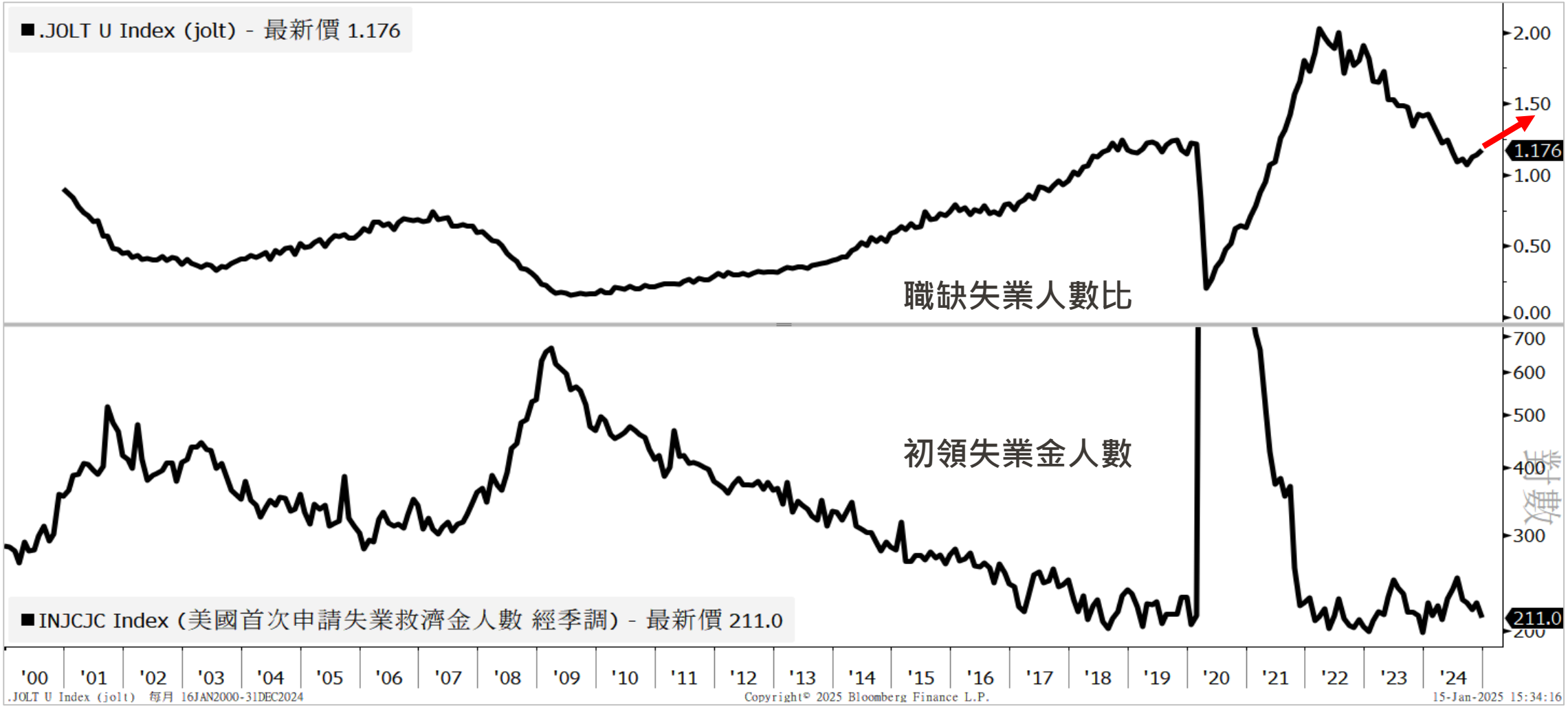
經濟：非農就業提高因為提前購買(零售業就業人數增加)



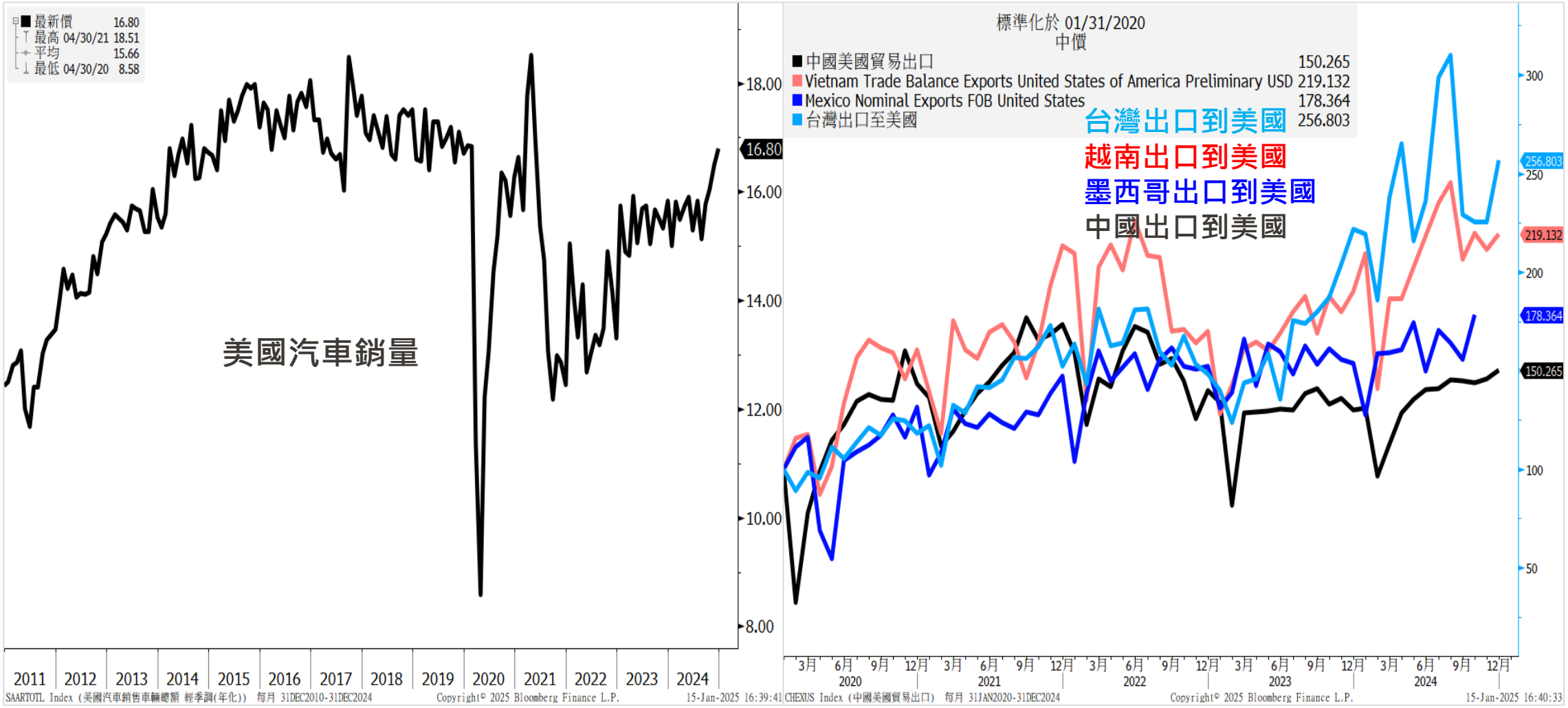
經濟：但總就業收入指數仍趨緩於正常 因工資工時穩定



經濟：遣返非法移民後職缺將增加 失業率將續在低檔

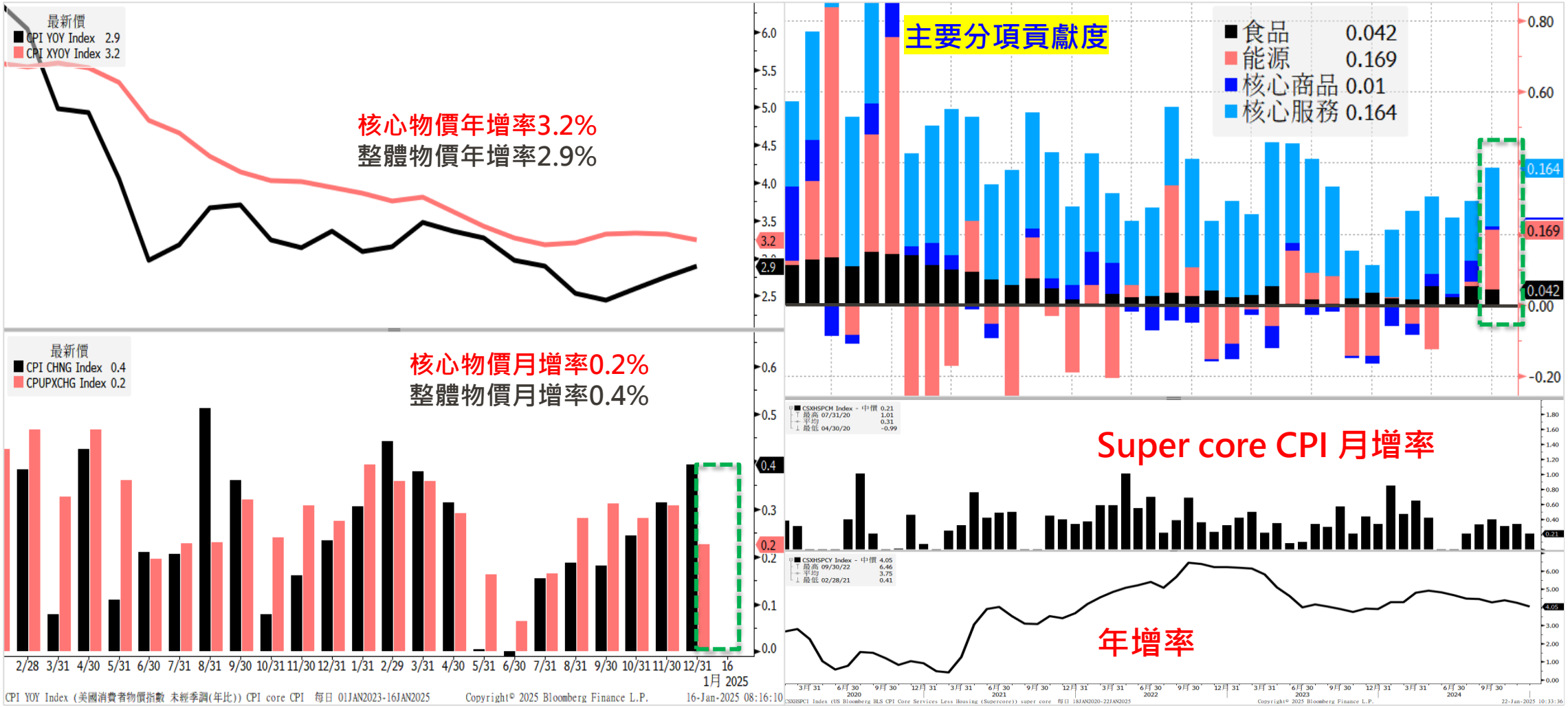


經濟：擔心提高關稅 美民眾搶購汽車 各國提前對美出口



經濟：12月核心物價數據月增率意外趨緩 緩解壓力

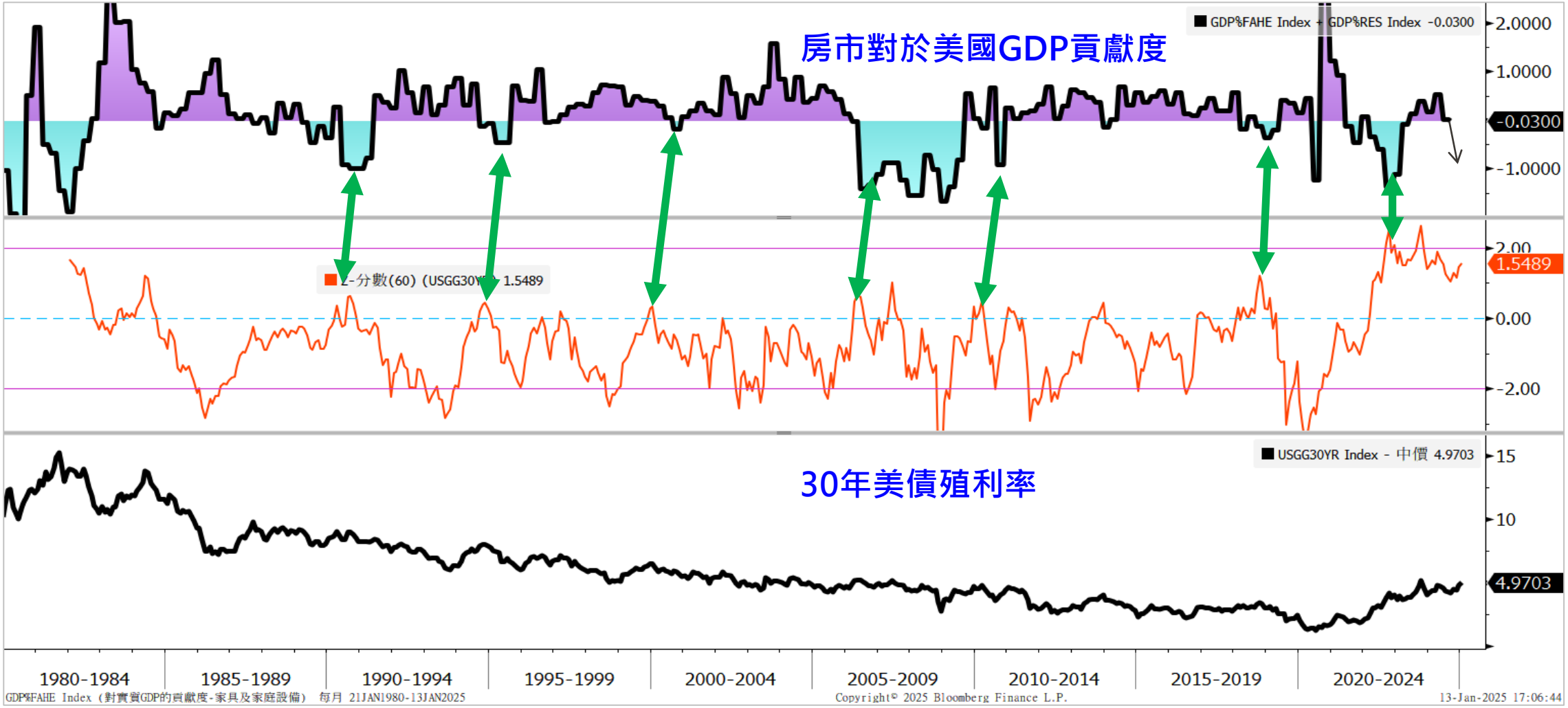
12月整體物價月增 0.4% 主要由於能源所帶動 扣除能源食品之核心物價僅上揚0.2% 低於過去數月水準



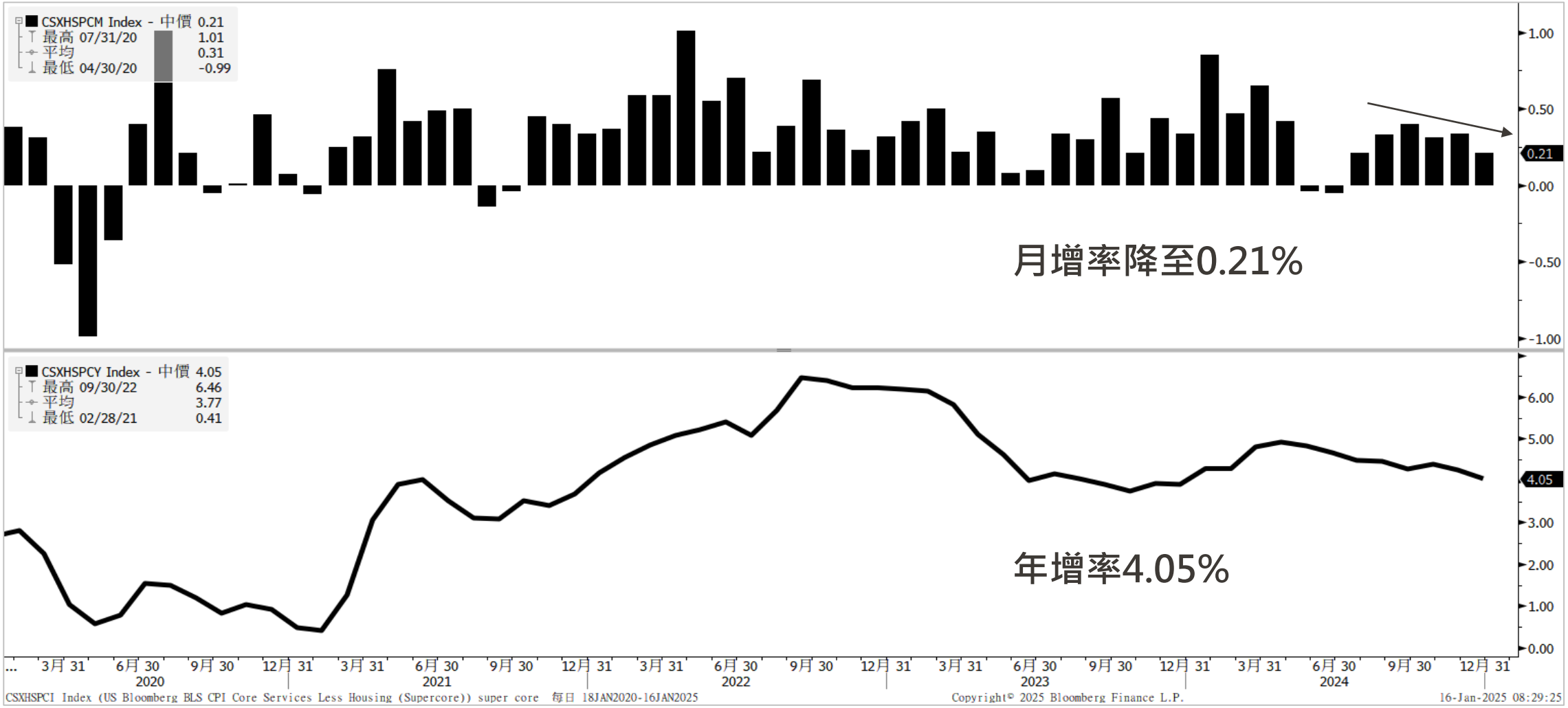
經濟：短期景氣偏強 中期須注意金融環境略趨緊縮

圖\表 資料來源:Bloomberg

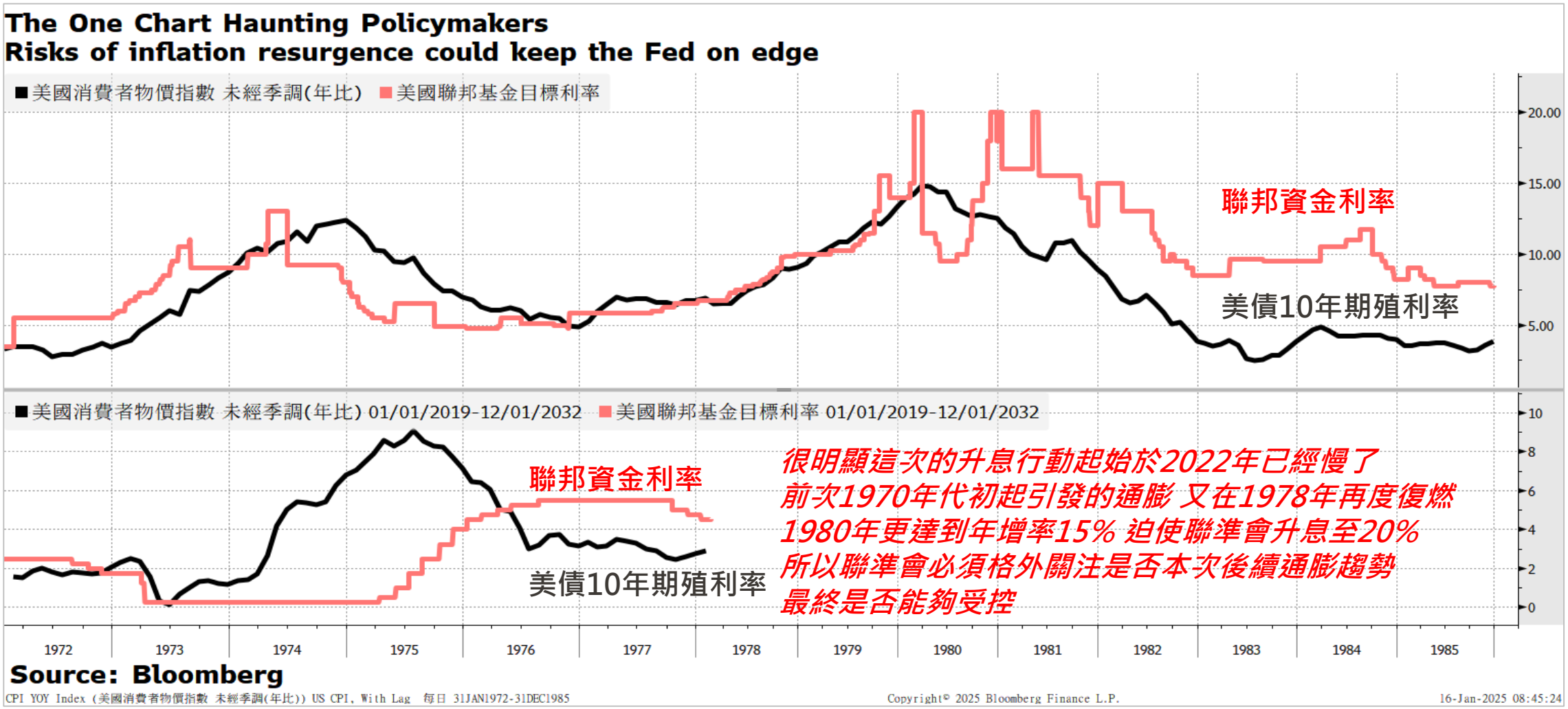
經濟：偏高的長率 預期仍將逐漸抑制房市表現



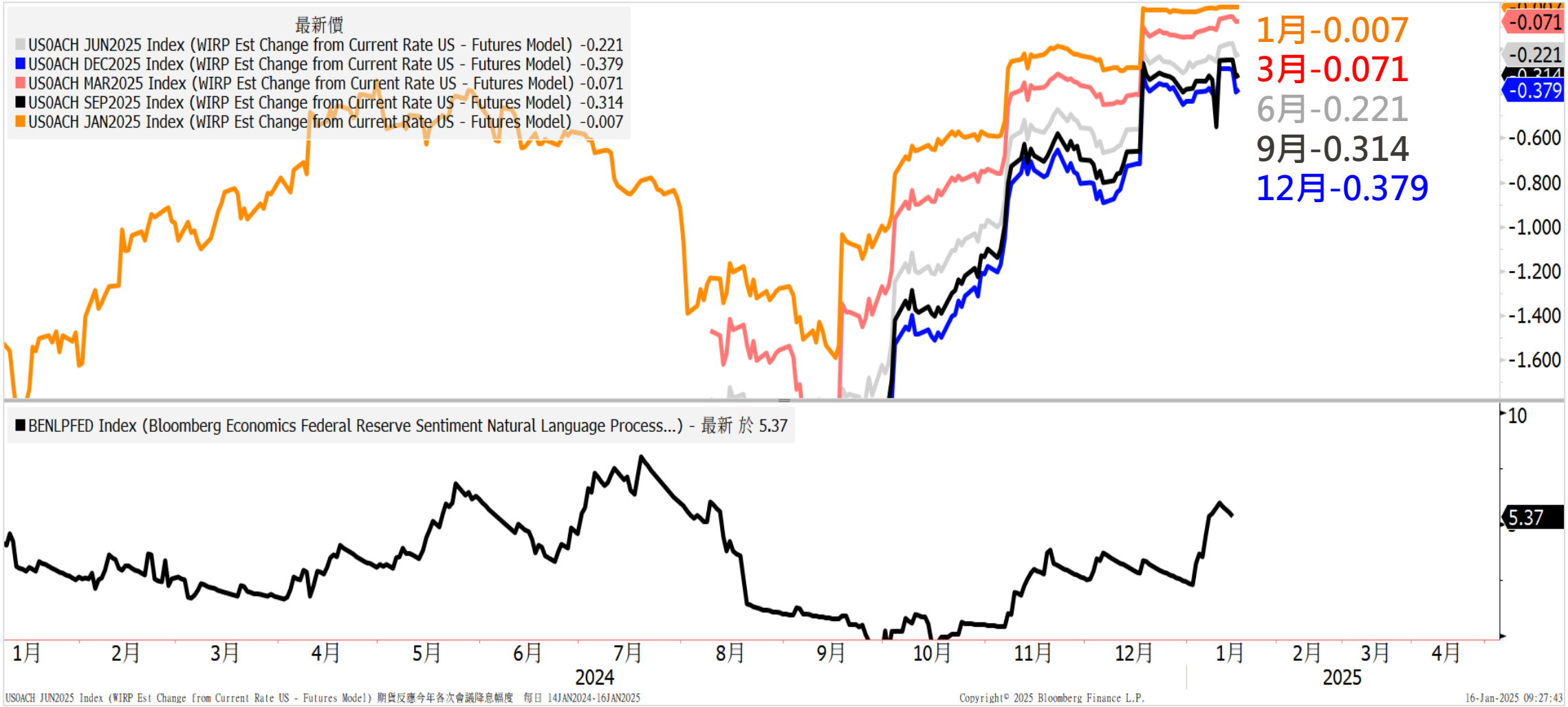
通膨：Fed關注超級核心CPI(核心服務排除房租)趨緩



利率：1970與2020年代通膨與利率的比較



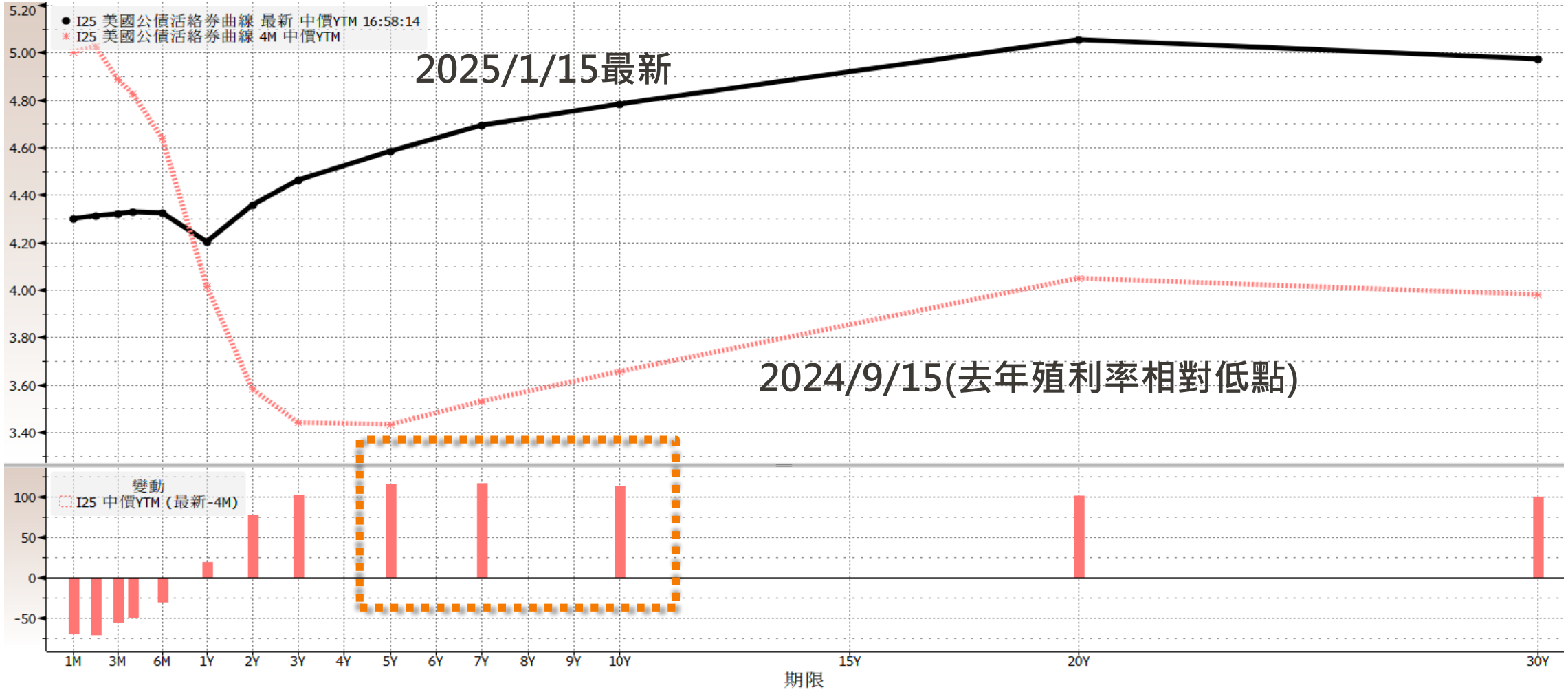
利率：期貨市場反應全年降息幅度僅1~2碼



圖\表 資料來源:Bloomberg

利率：去年9月以來5~10Y殖利率漲多 曲線熊市趨陡

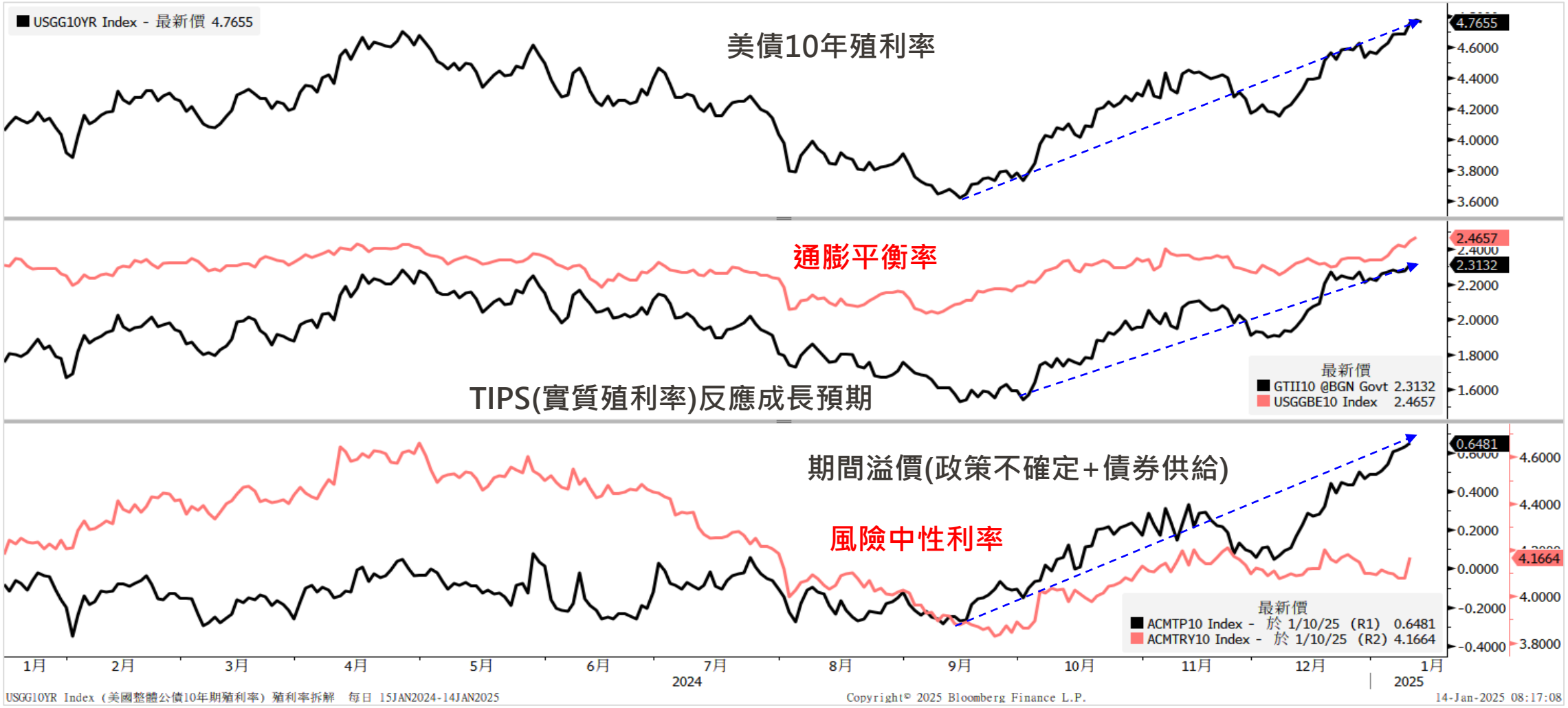
因為主要反應未來四年川普執政的相關風險



Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

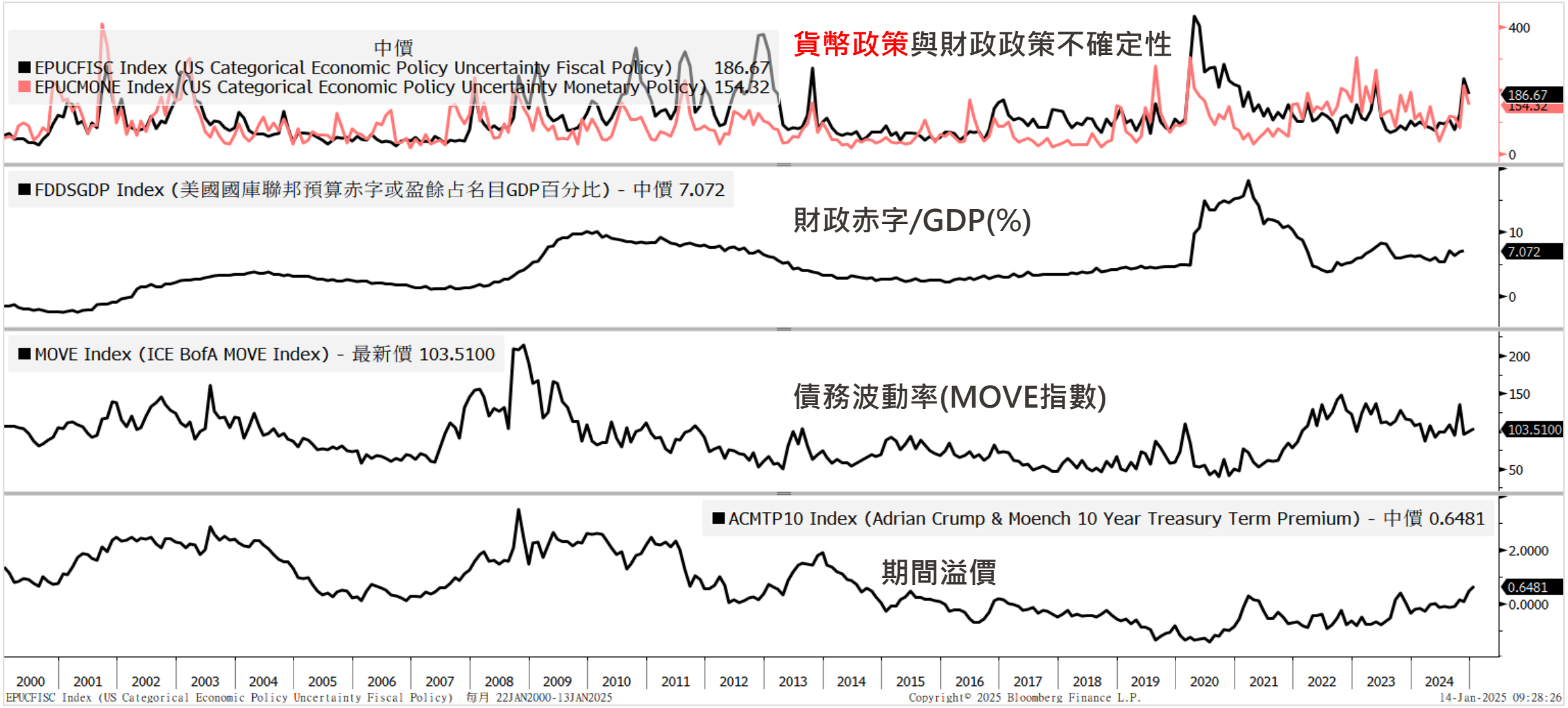
15-Jan-2025 16:58:14

利率：近日殖利率主要由成長預期與期間溢價所帶動



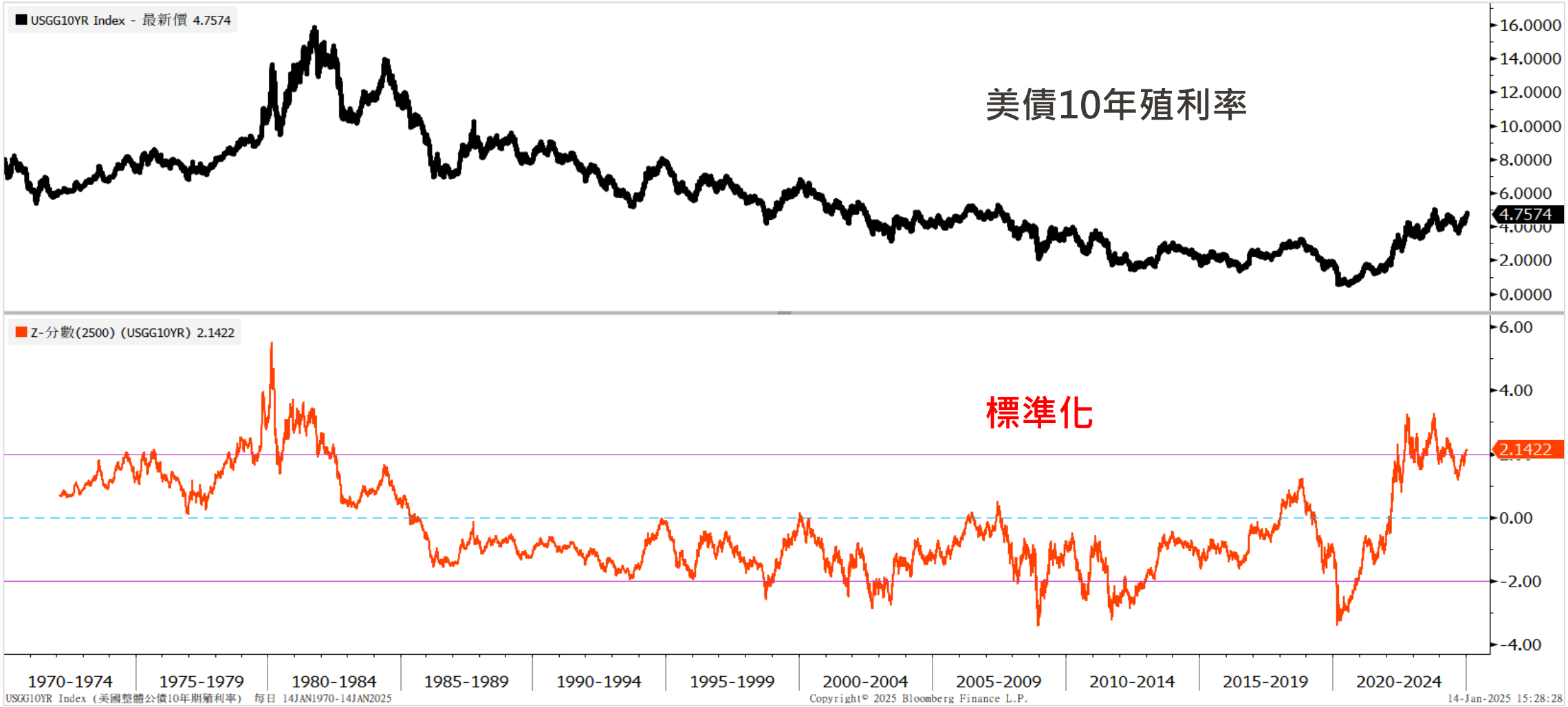
利率：政策不確定與財政赤字 帶動期間溢價與債市波動

市場對於川普政策關於減稅對於財政赤字效應 以及未來貨幣政策(因為關稅可能造成通膨提高) 感到不確定性



圖\表 資料來源:Bloomberg

利率：美債殖利率標準化 收益性達50年以來較高水準



利率：華爾街也調整降息及對美債殖利率預期

官員	立場	言論
美國銀行	Mark Cabana等，1月13日報告	經濟學家現在預計聯儲會將在**可預見的未來按兵不動，無需進一步降息**，相應修正利率預測: 現在預計**到2025年末10年期國債殖利率為4.75%，之前預期為4.25%**
巴克萊	Anshul Pradhan, Marc Giannini，1月10日報告	**經濟學家現在預計聯儲會今年只降息一次**，認為長期債券跌勢消退現在還為時過早
高盛	William Marshall，1月10日報告	**經濟學家現在認為聯儲會在2025年只會降息兩次，分別在6月和12月，而之前的預期是三次**，雖然我們認為市場可能過於看重利率路徑上行風險，但我們認為殖利率走勢尚未達到自我修正的地步
摩根大通	Jay Barry, Michael Feroli 1月10日報告	現在**預測聯儲會2025年只會降息兩次，按兵不動直到6月，然後在9月再次降息**，鑒於聯儲會轉變，摩根大通**上調了利率預測，現在預計2025年末10年期國債殖利率在4.55%**
摩根士丹利	Matthew Hornbach 1月10日報告	對存續期間保持中性，但如果12月CPI符合或低於0.26%的核心預期，**那麼傾向於部署3月會議降息的策略**
道明證券	Gennadiy Goldberg 1月10日報告	強勁的數據繼續支持聯儲會按兵不動，但我們預計聯儲會不會考慮加息，除非通膨數據也受到影響，**繼續預計聯儲會將在上半年按兵不動，然後在下半年恢復降息**

利率：大多數聯準會官員認為降息可以暫停

官員	立場	言論
聯準會理事 Waller	偏鷹派	他認為最新公布12月物價數據表現不錯(核心CPI僅0.2%)，如果通膨數據繼續表現良好，聯儲會可能今年上半年再次降息。他之前表示預計即將上任的川普政府徵收的關稅不會對通膨產生重大影響。
芝加哥聯儲 Goolsbee	鴿派	表示最新的就業報告顯示勞動市場正在穩定在充分就業狀態，並不是經濟過熱的跡象。
波士頓聯儲 Collins	偏鷹派	Collins表示 如果通膨方面進展寥寥，那麼政策就在當前水準維持更長的時間，如果有需要，則提前放鬆政策。她補充說經濟狀況良好，但指出今年通膨降溫的進展可能會慢於此前的預期。她表示，即將上任的川普政府和新一屆國會出臺的新經濟政策也可能改變經濟的發展軌跡，不過要確切估計其影響還為時過早。
美聯儲理事 Bowman	鷹派	2023年通脹率大幅下降，但這個過程去年似乎已經停滯，核心通脹率仍然令人不安地處於2%目標之上，我傾向於以謹慎、漸進的方式來調整政策。即將上任的特朗普政府考慮讓Bowman接替本周宣佈辭職的Michael Barr，出任主管銀行監管的副主席。特朗普在2018年提名Bowman為美聯儲理事。
費城聯儲 Harker	偏鴿派	今年仍有望下調利率，但具體時間將取決於經濟形勢。他表示經濟總體強勁且勞動力市場已向疫情前水準降溫。縱觀當前形勢，我不會偏離這條軌道或掉頭，
堪薩斯聯儲 Schmid	偏鷹派	我贊成未來逐步調整政策，並且會對資料基調的持續變化做出反應。經濟的強勁表現讓我們得以保持耐心。強調他認為利率現在接近既不限制也不刺激經濟的水準。 我的解讀是利率現在可能非常接近長期水準。
FOMC 會議紀錄 (12月)		1月8日所公佈的12月17日至18日FOMC會議紀錄顯示，在三次會議降息100個基點後，FOMC認為自己已處於或接近可以更緩慢降息的水準。在某種程度上，部分委員也在預測中納入了針對川普關稅和移民政策的暫定性假設。
里奇蒙聯儲 Barkin	偏鷹派	表示近日長期利率上漲反映風險溢價上升，並非市場對通膨擔憂所致，債券的供應有時候遠遠超過了需求，導致殖利率升高。

政策：聽聽新任財長Bessent怎麼說??

1.對中國立場:表示中國經濟即使沒有陷入蕭條，也已步入衰退，唱衰中國是世界上最不平衡的經濟體，必須確保美國在人工智能和晶片方面保持對中國的領先地位

2.削減開支 :強調解決預算赤字的重要性(在景氣無衰退的情況下，目前赤字比重顯然過高)

3.債務上限 :承諾如果提名如獲確認，美國將不會對債務違約，會致力於取消法定債務上限

4.減稅政策 :警告如不延長2017年減稅措施，將面臨重創中產階級和工薪階層的經濟危機

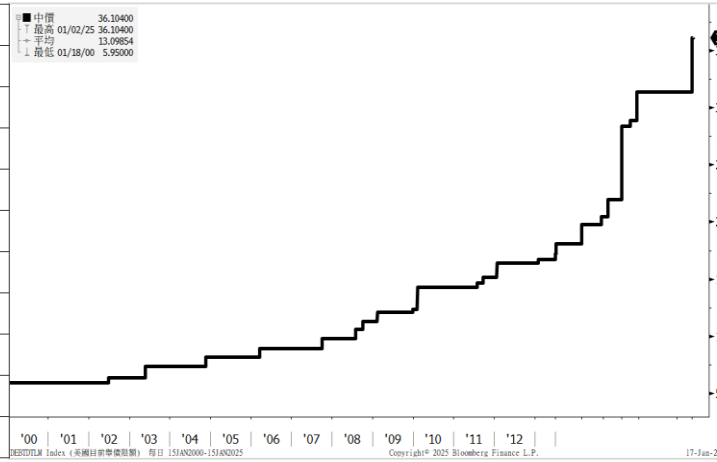
5.FED :試圖消除試圖干預FED獨立性的猜測，認為FED政策決策應該保持獨立

6.對俄制裁 :支持加大對俄羅斯石油行業的制裁力度，以結束在烏克蘭的戰爭

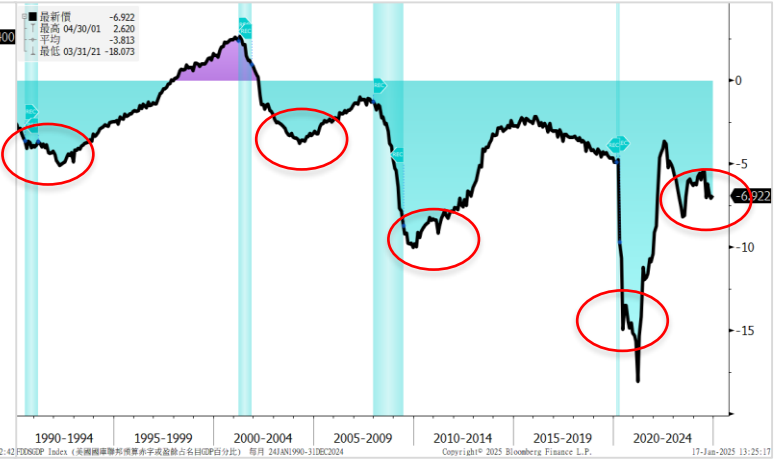
超級電腦TOP500之國家排名

	Countries	Count	System Share (%)
1	美國	173	34.6
2	中國	63	12.6
3	德國	40	8
4	日本	34	6.8
5	法國	24	4.8
6	義大利	14	2.8
7	英國	14	2.8
8	韓國	13	2.6
9	荷蘭	10	2
10	加拿大	9	1.8

債務上限



財政赤字/GDP比重



川普演說重點 宣告開啟美國「黃金時代」

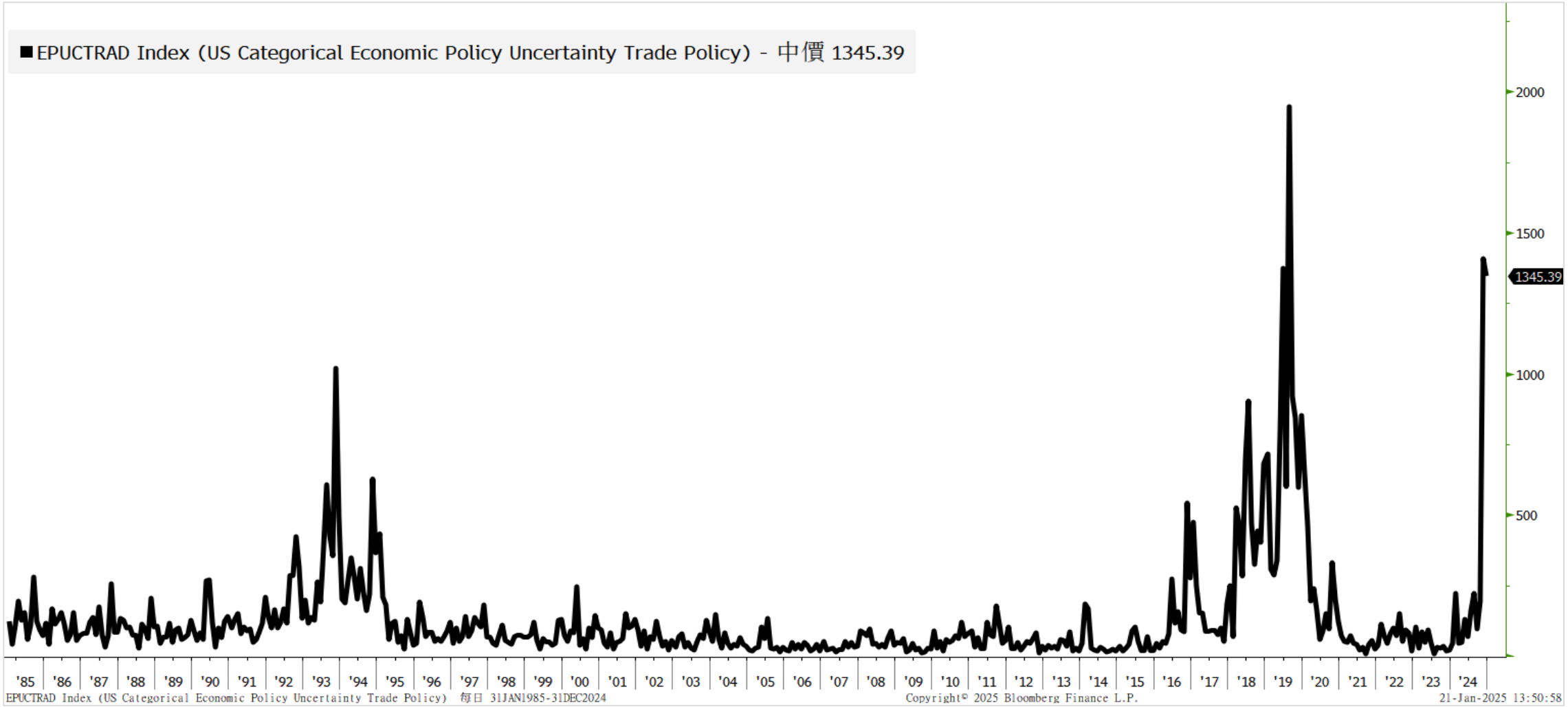
- **宗旨為將美國放在首位(Putting America first)，將簽署一系列歷史性行政命令**
- **南部邊境實施國家緊急狀態**

  派遣軍隊前往南部邊境，立即制止所有非法入境，開始遣返數以百萬計犯罪的外國人，恢復Remain in Mexico政策(要求尋求庇護的移民在美國移民法庭開庭前必須留在墨西哥)。
- **將把販毒集團定為外國恐怖組織，消滅所有外國幫派和犯罪網絡**
- **將動用一切權力擊潰創紀錄的通膨，並迅速降低成本和價格**

  將宣布國家能源緊急狀態，**全力鑽探原油**，重新將美國打造成製造業大國，將動用最大石油和天然氣儲量，重新填滿戰略儲備，向世界各國出口美國能源
- **將結束綠色新政，撤銷強制銷售電動汽車政策，保護美國汽車業**
- **改造貿易體系保護美國工人和家庭，對外國徵稅，造富於美國人**

  成立對外稅務局負責從外國收款，並設立全新的政府效率部

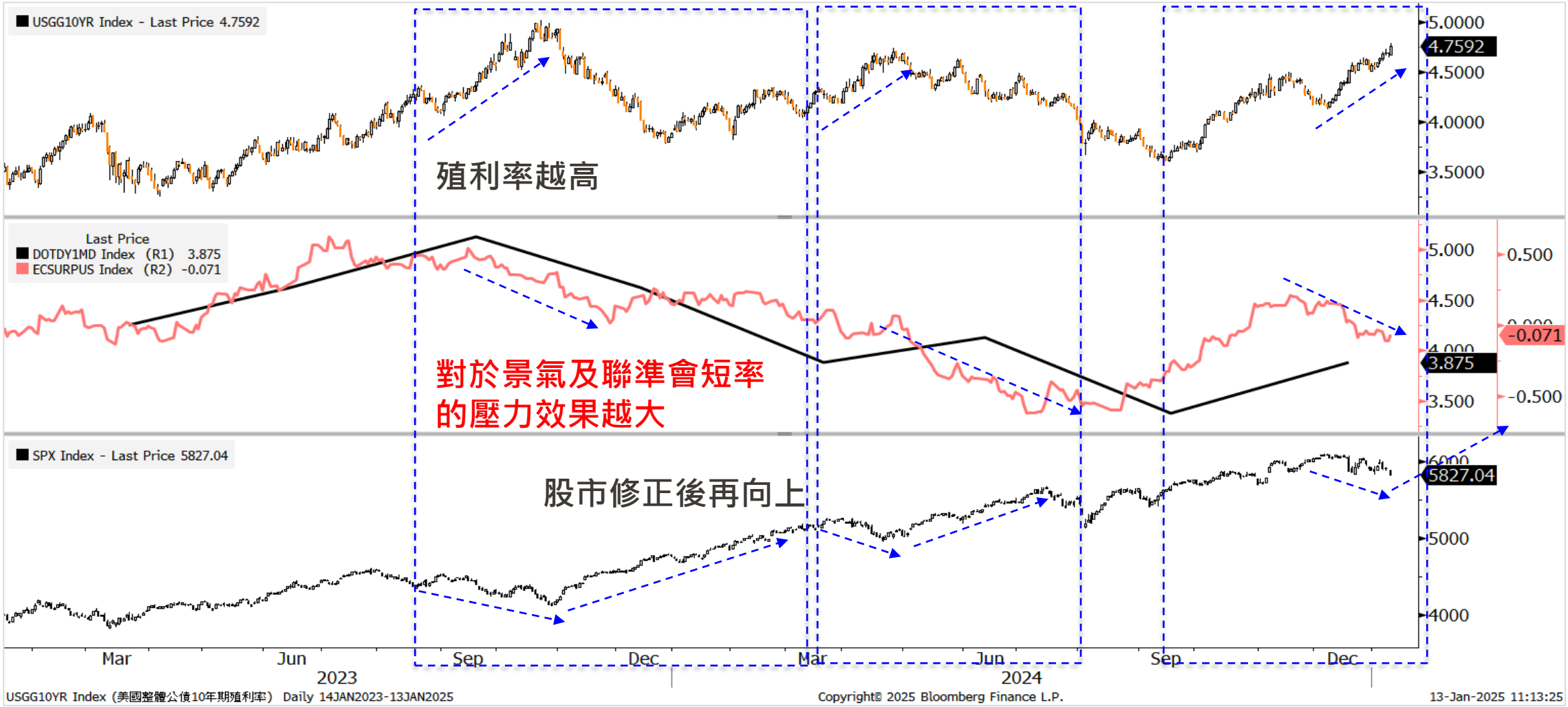
美國貿易不確定性大幅提高



股市：快速上揚殖利率 對股市造成壓力 近日略緩解

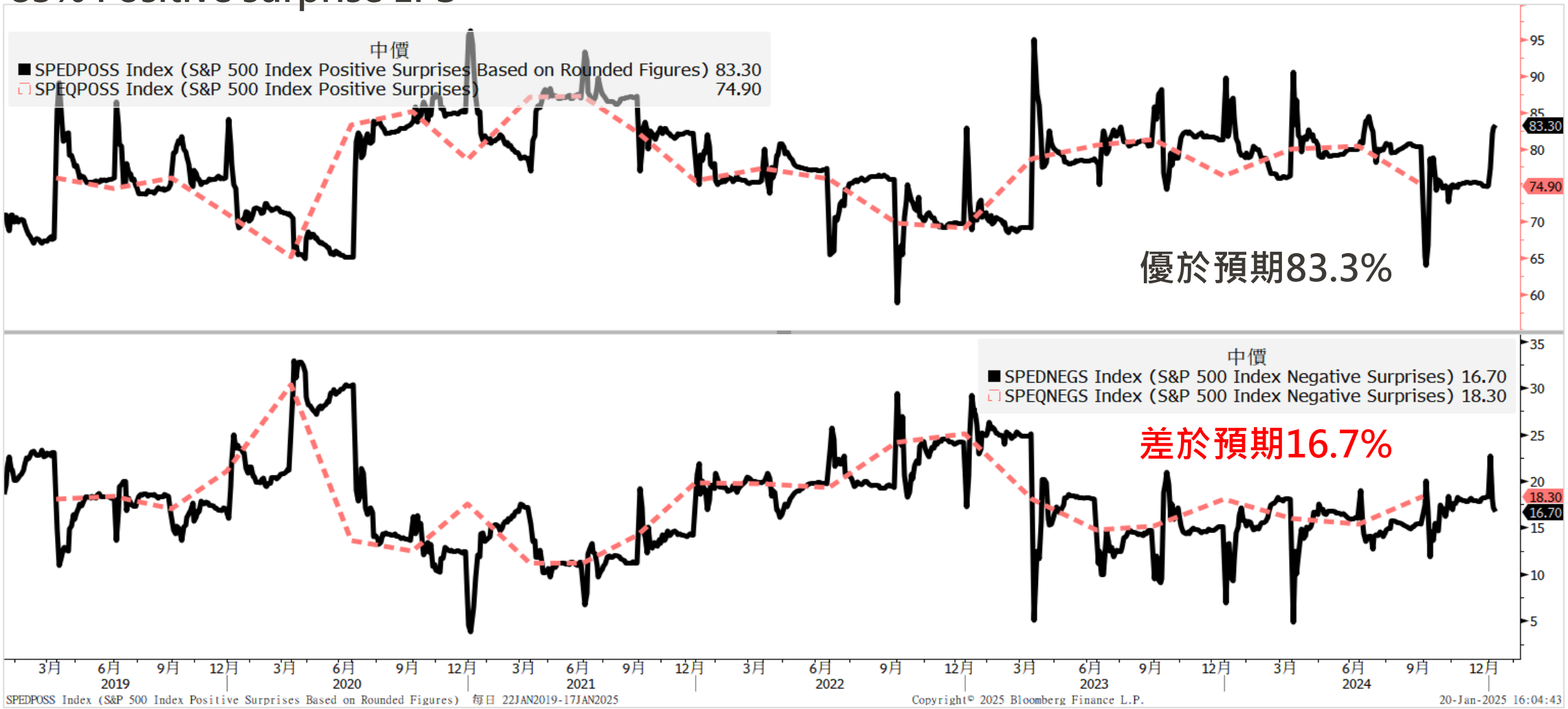
股市：殖利率對於景氣與股市的情感勒索

殖利率越高 則對於景氣及聯準會短率的壓力(限制性)效果越大 然後才有降息的機會

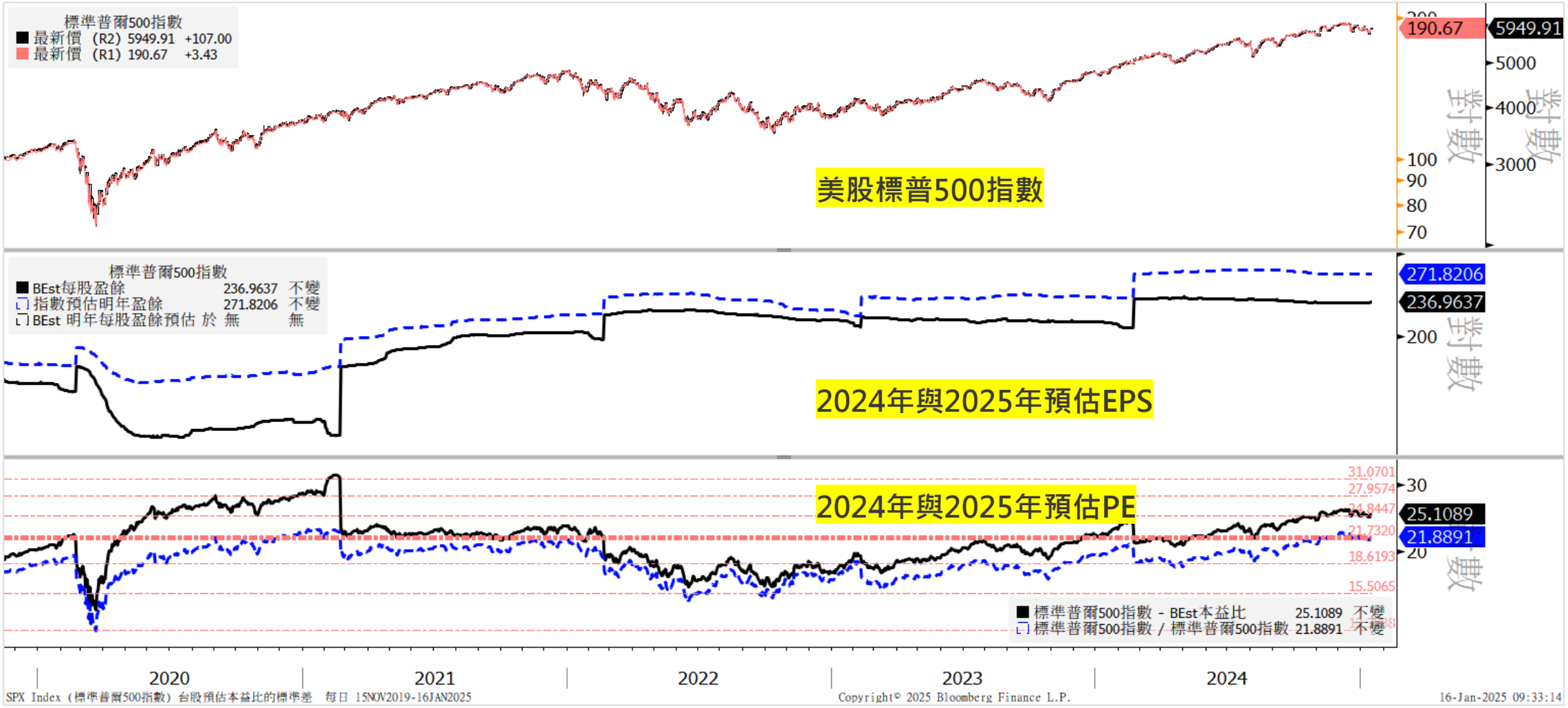


股市 :目前已公布的2024/Q4獲利　仍優於市場預期

83% Positive surprise EPS

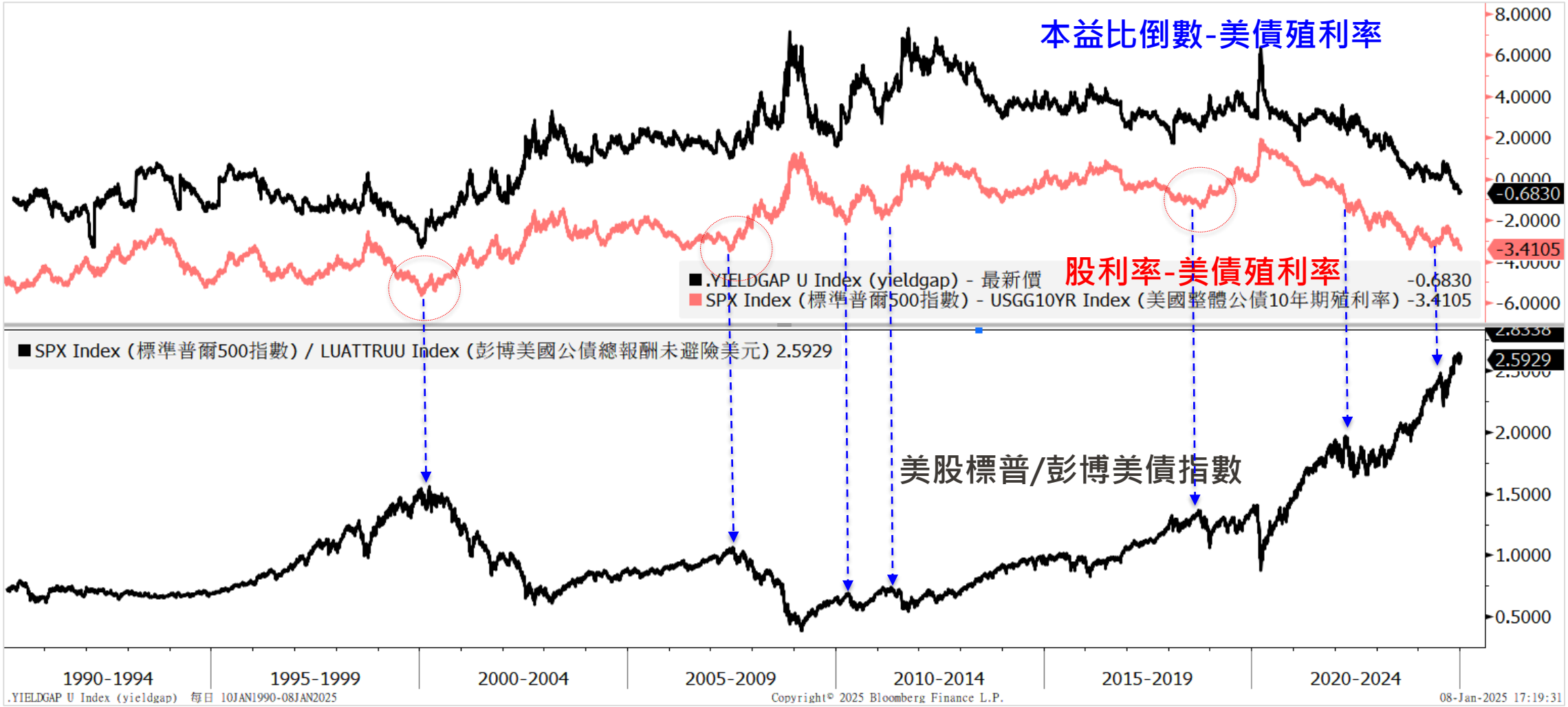


美股：以歷史水準而言 預估本益比將回到合理區間22倍

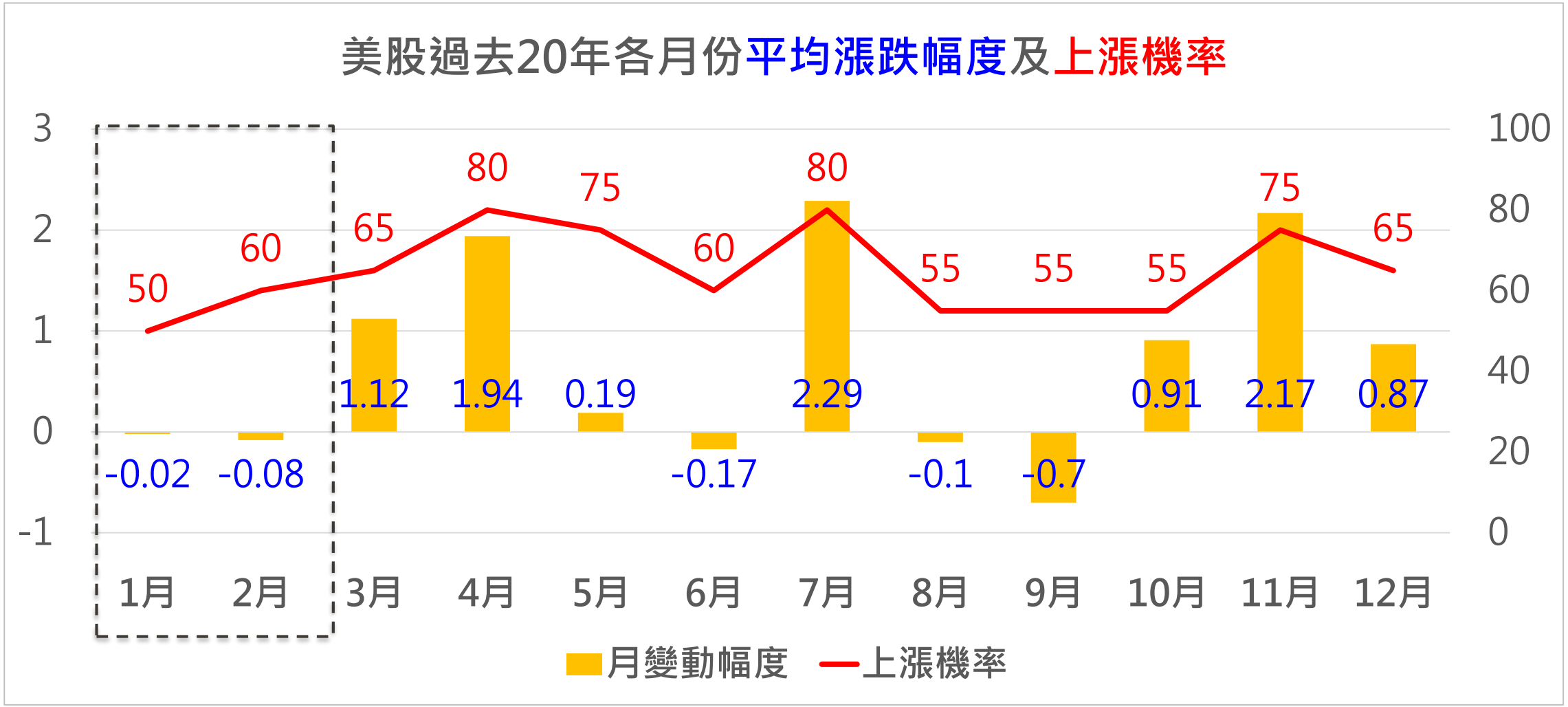


圖\表 資料來源:Bloomberg

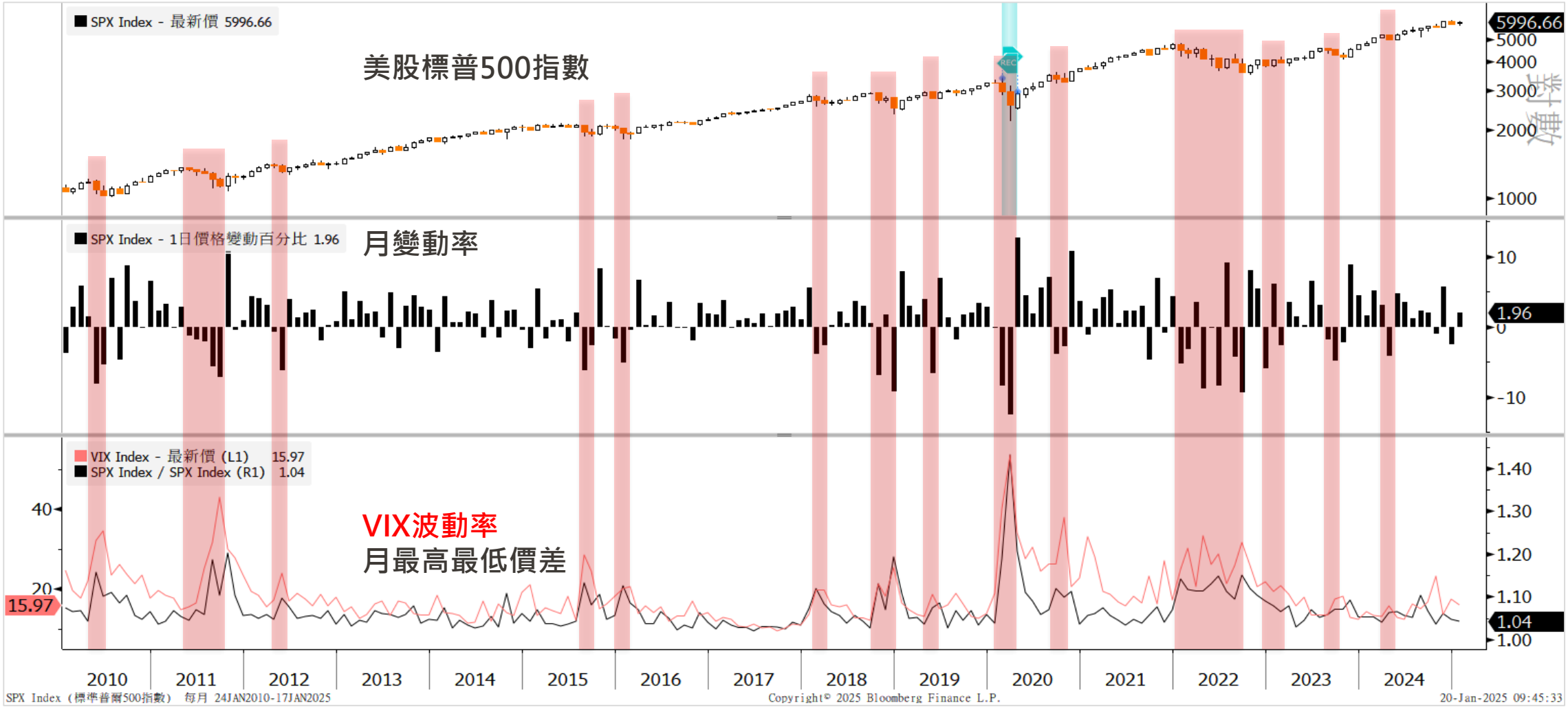
美股：以股債相對報酬率的觀點 股市評價偏貴



美股：根據過往經驗 年初美股平均漲幅與機率不大



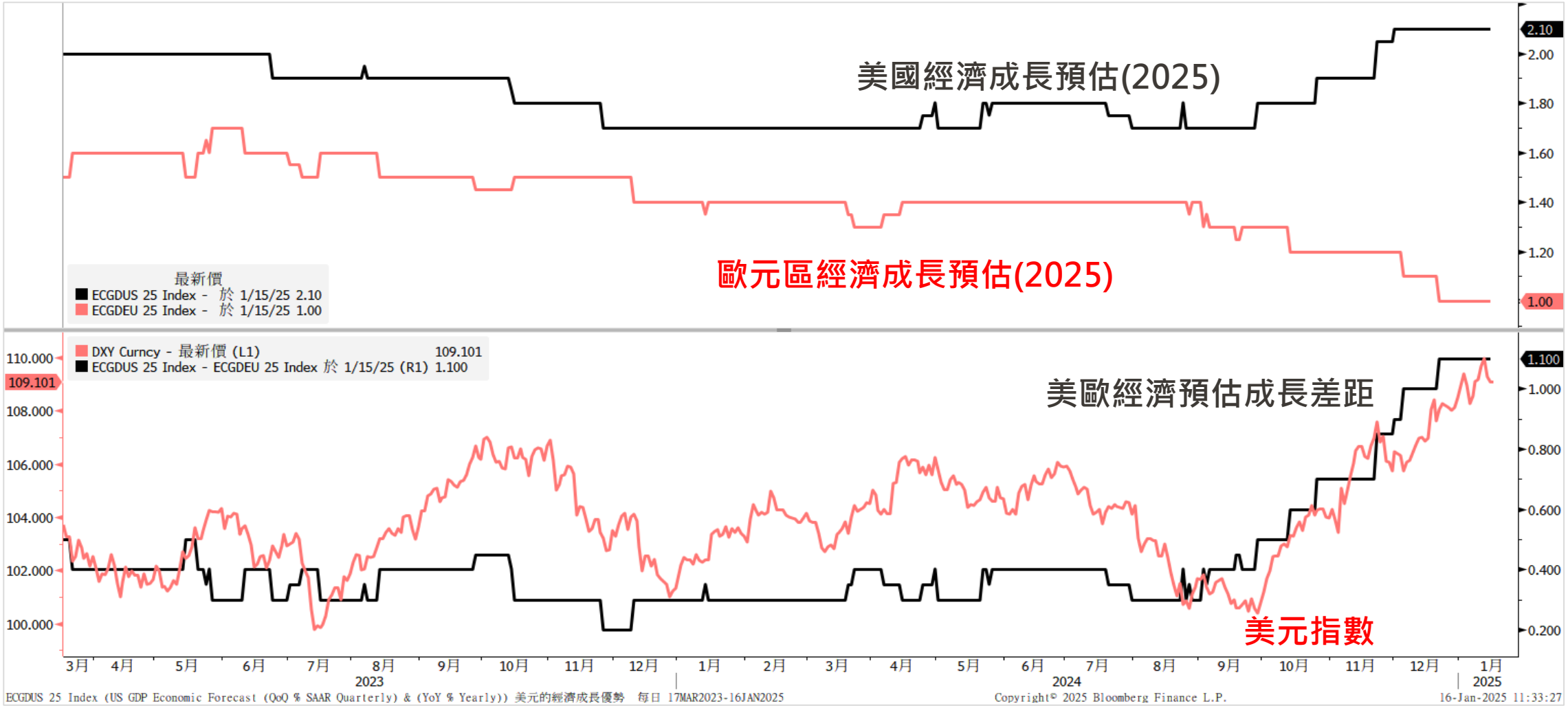
美股：過往非衰退期間 一段時間就會有波動或修正



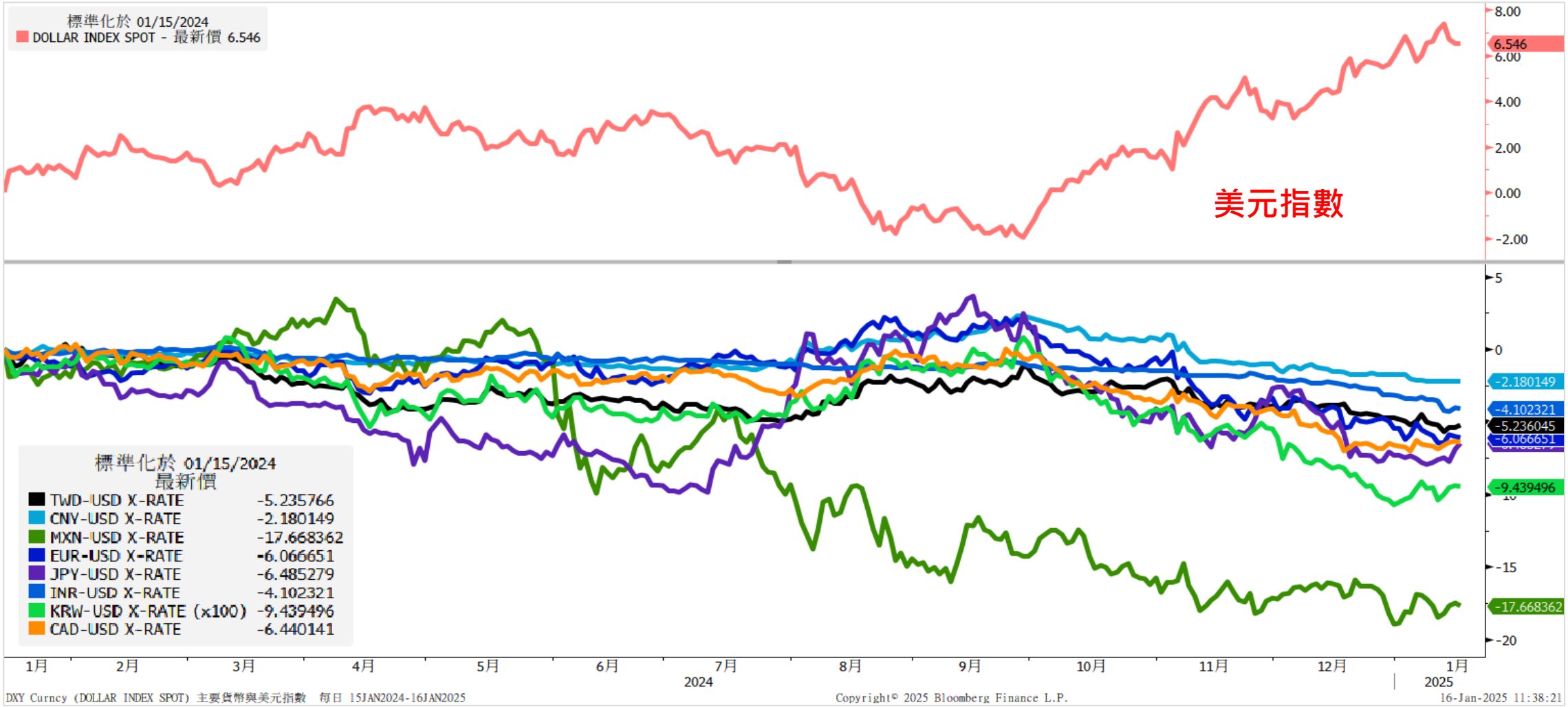
圖\表 資料來源:Bloomberg

美元：2025年美元將具有相對與絕對利差優勢

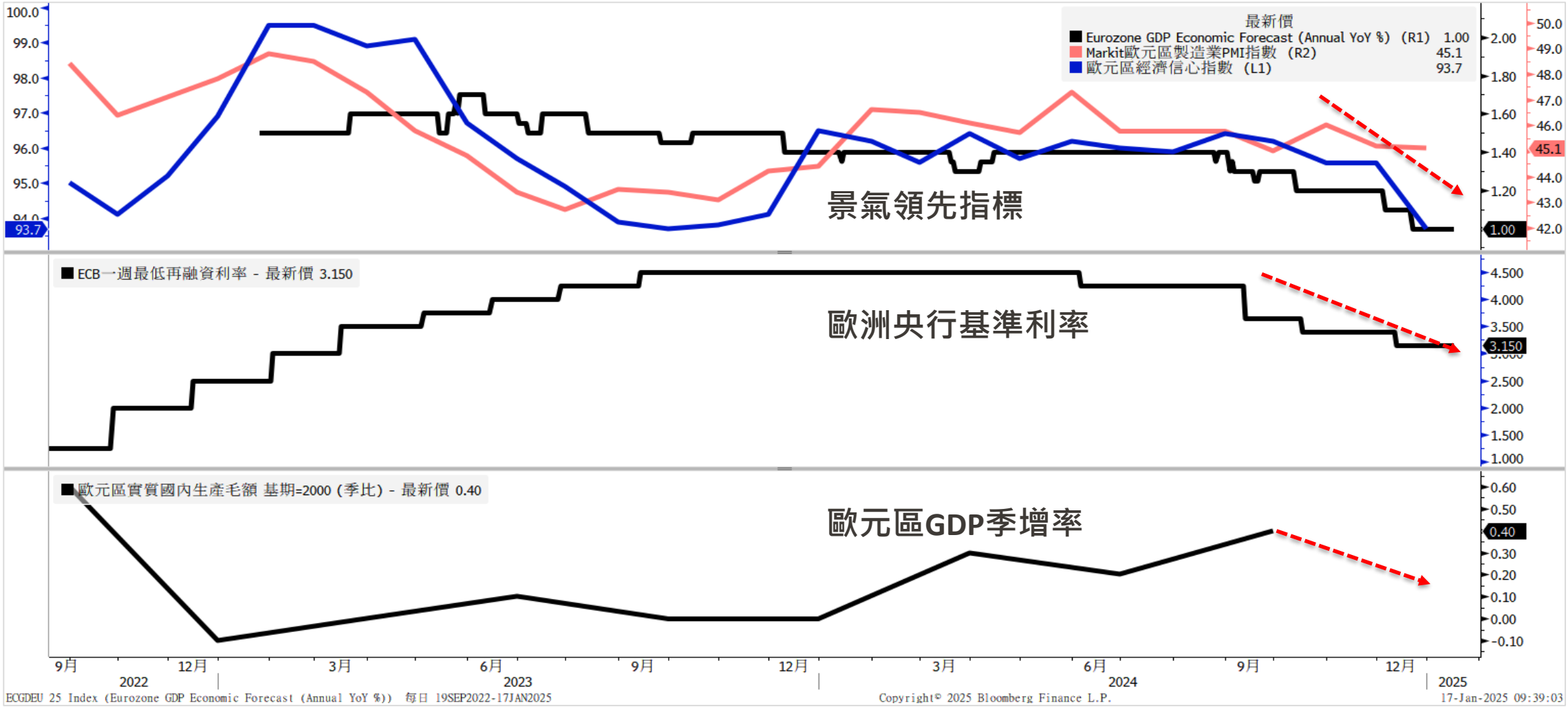
美元：景氣表現也相對較佳



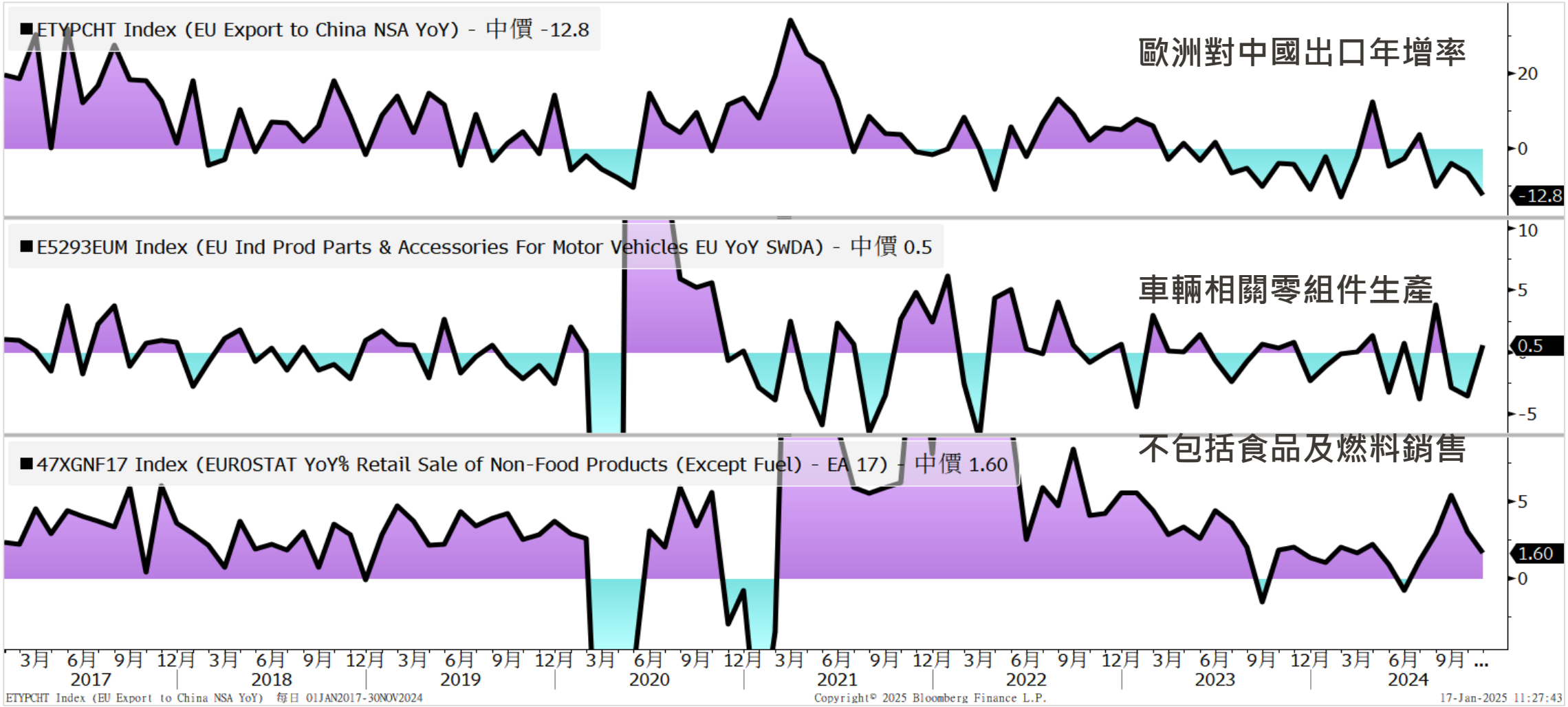
美元：去年9月後美元顯著走強 預期偏高檔整理



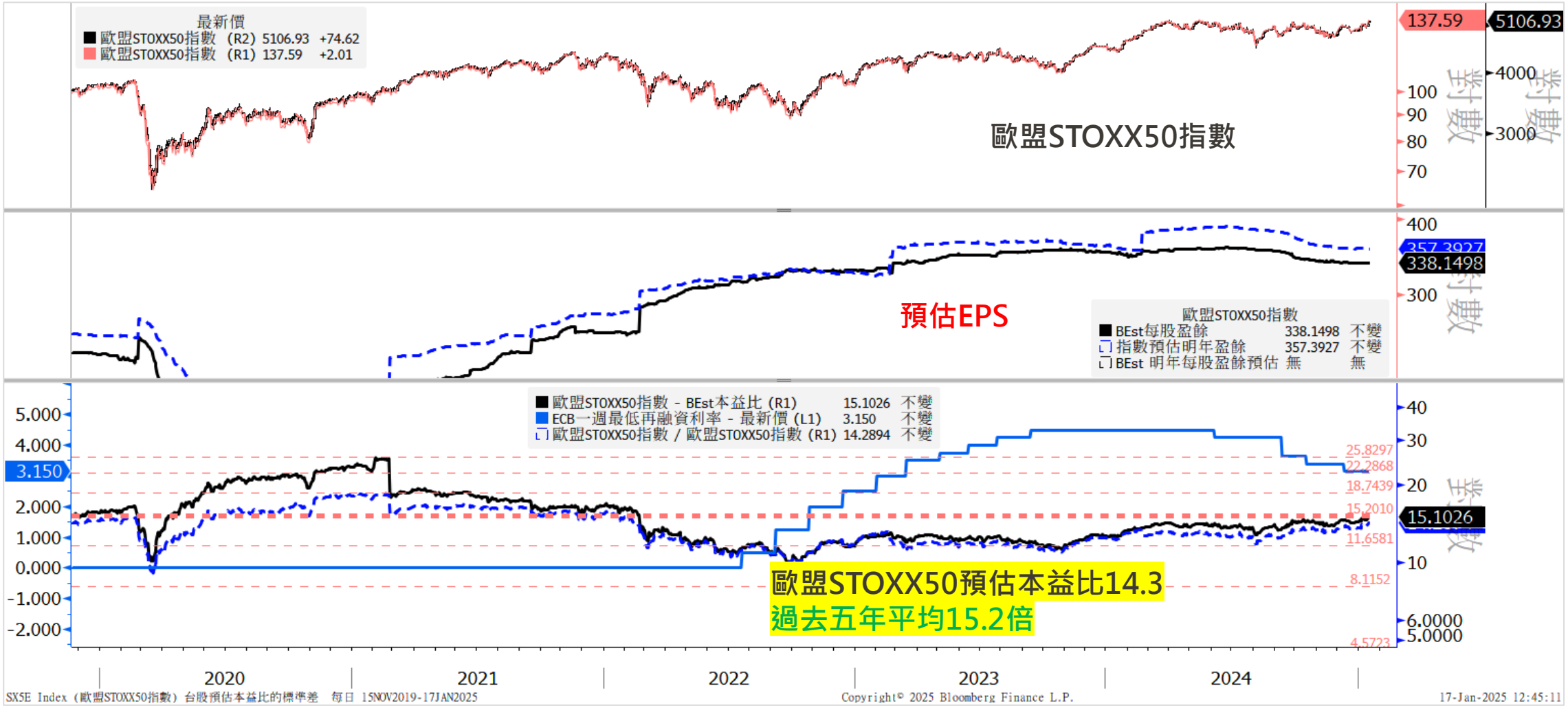
歐洲：景氣領先指標偏弱 經濟遭遇逆風



歐股：貿易 產業及能源政策的失誤導致景氣不振

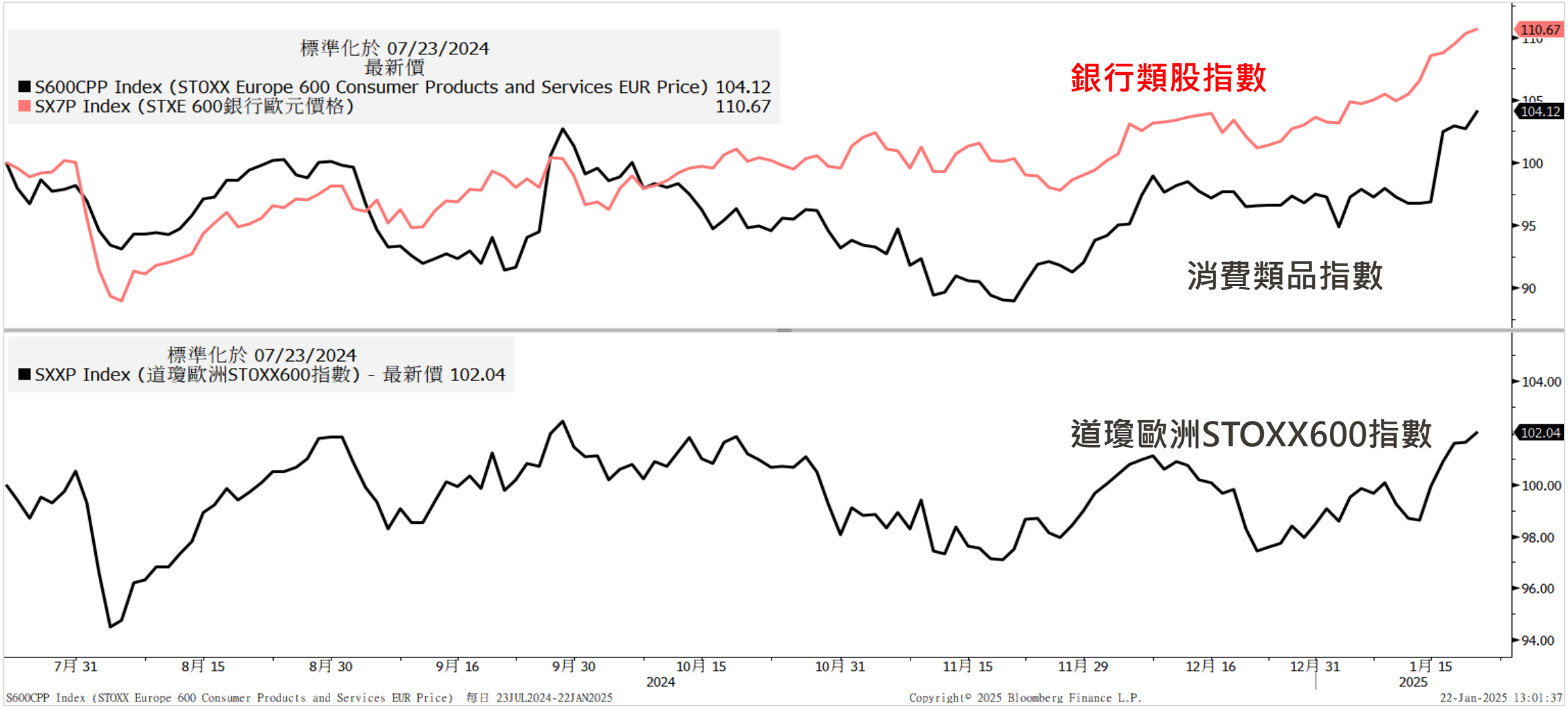


歐股：評價相對便宜 且降息有助於支撐股市本益比



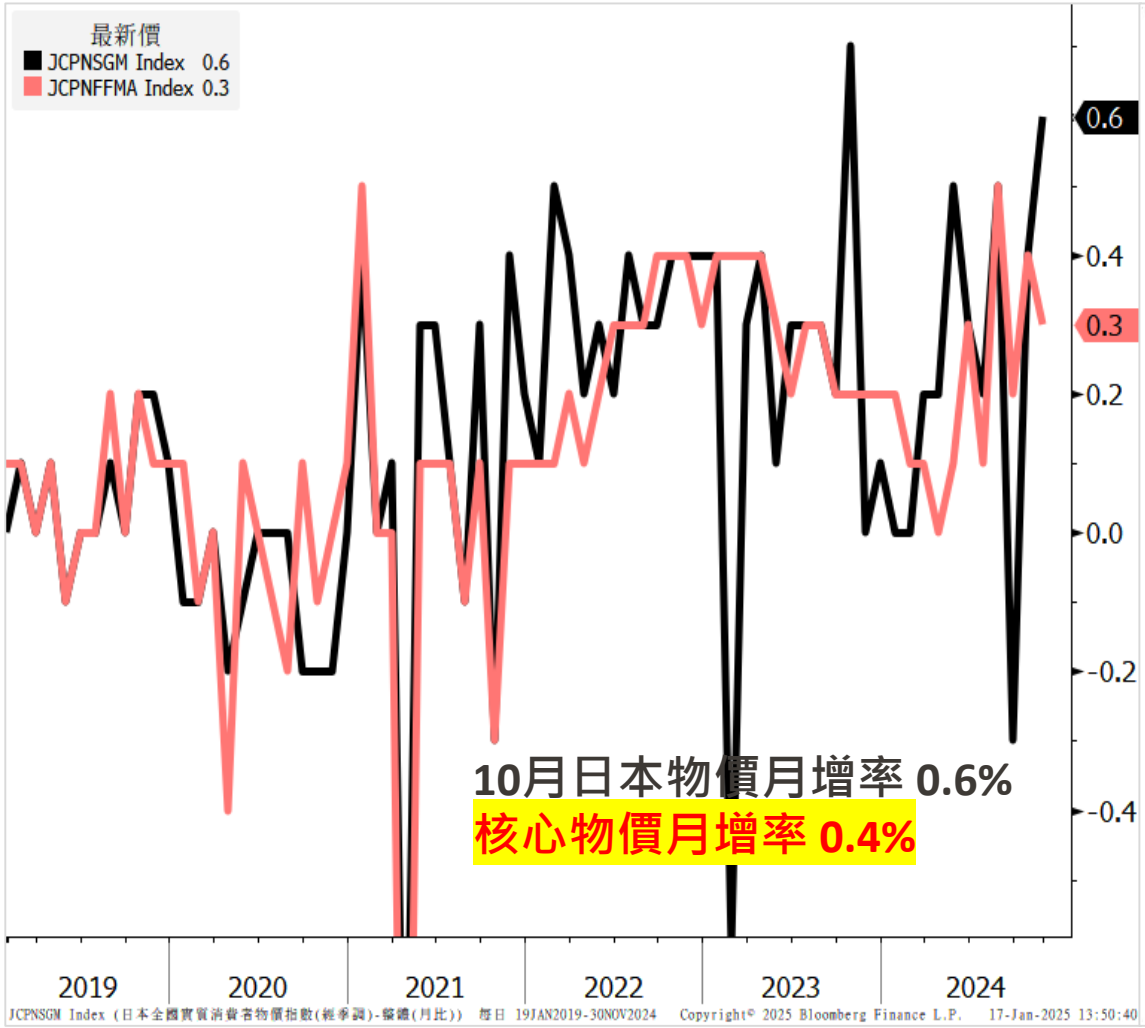
圖\表 資料來源:Bloomberg

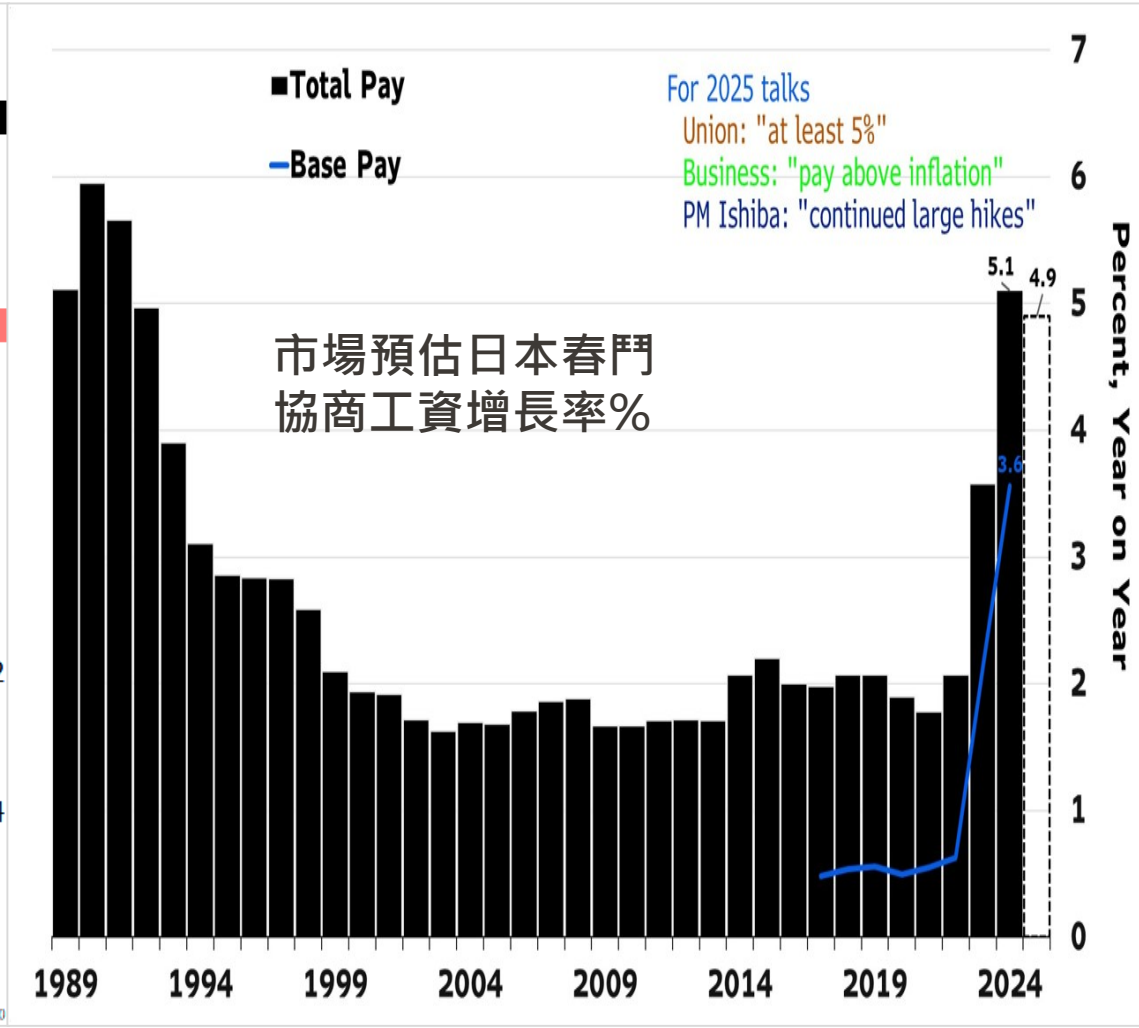
歐股：近日金融股與消費奢侈品股價表現相對較佳



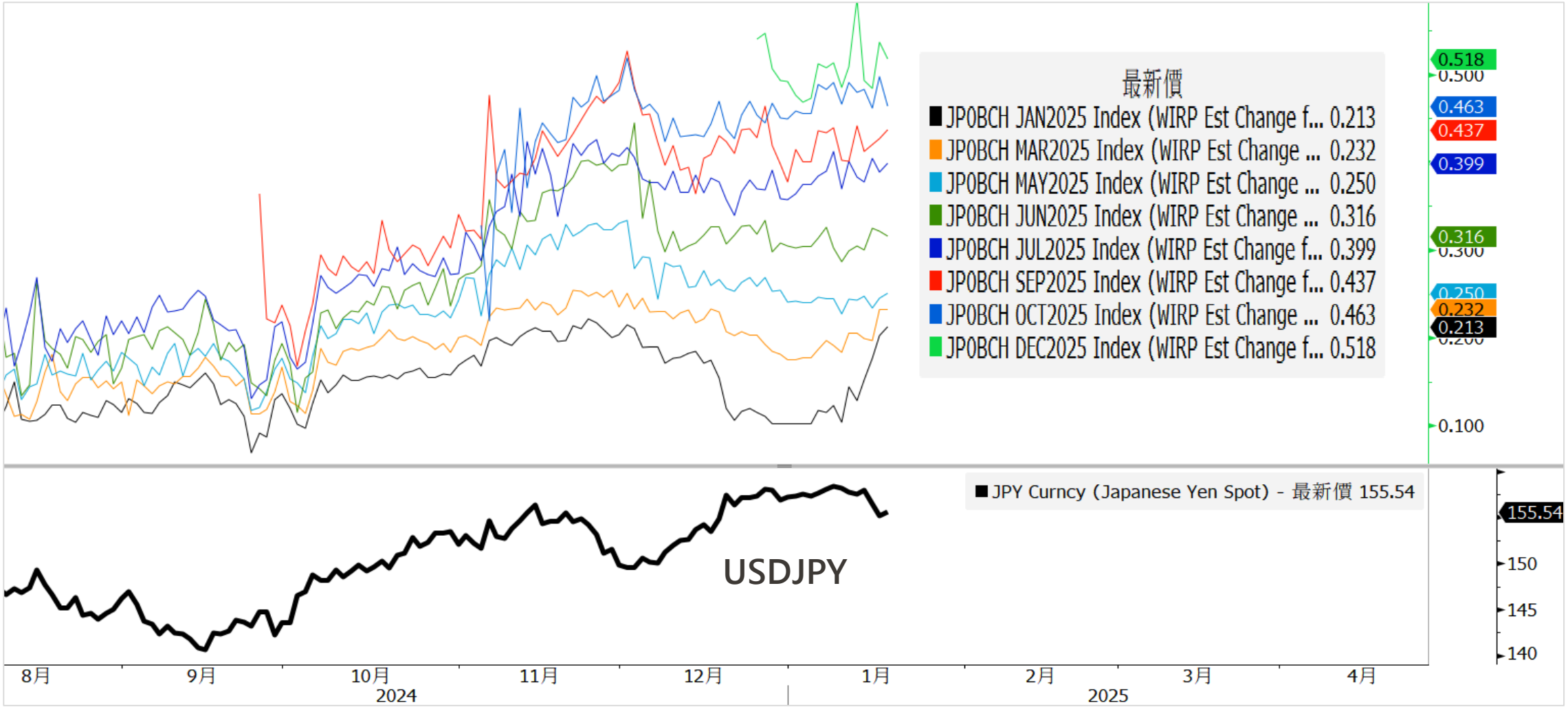
圖\表 資料來源:Bloomberg

日本：日本工資與物價均有偏上的風險



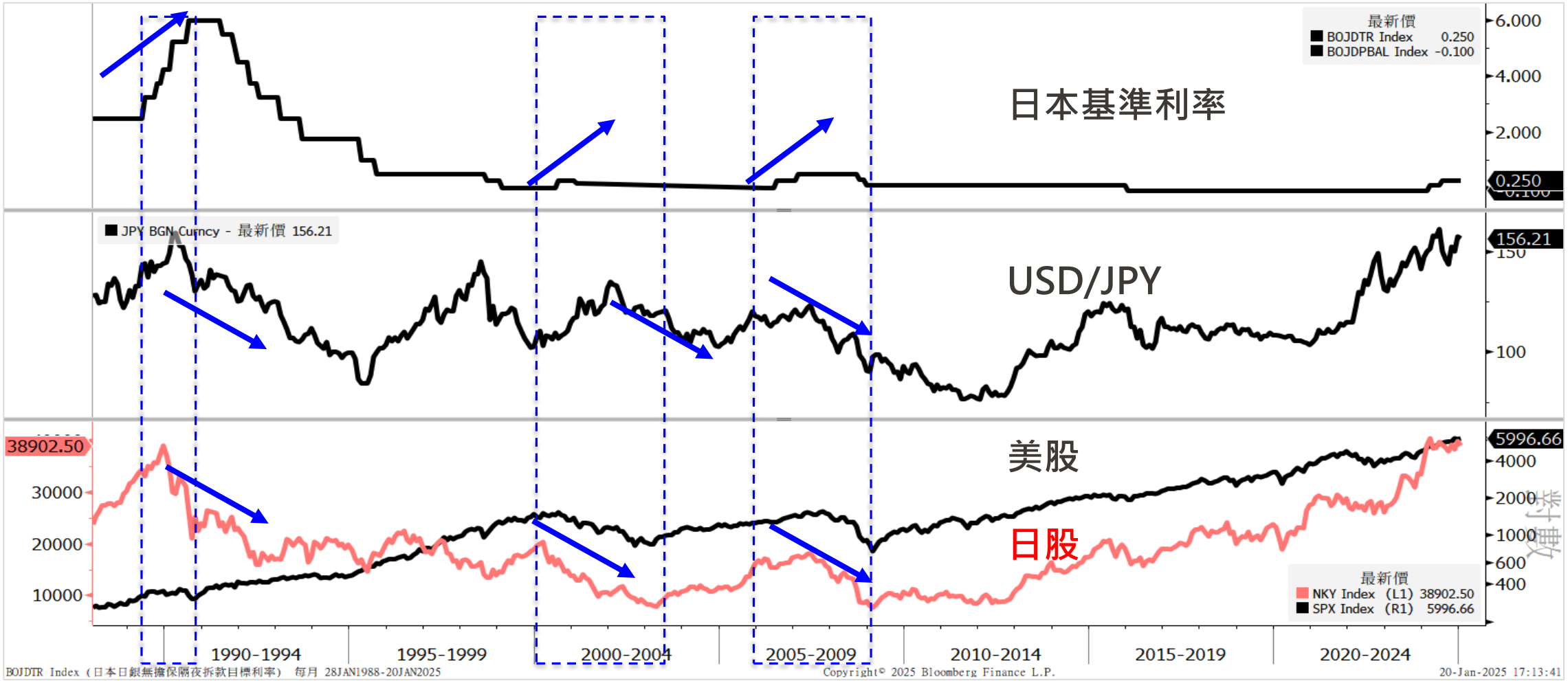


日本：市場預估Q1升息機率不小 市場全年估升2碼

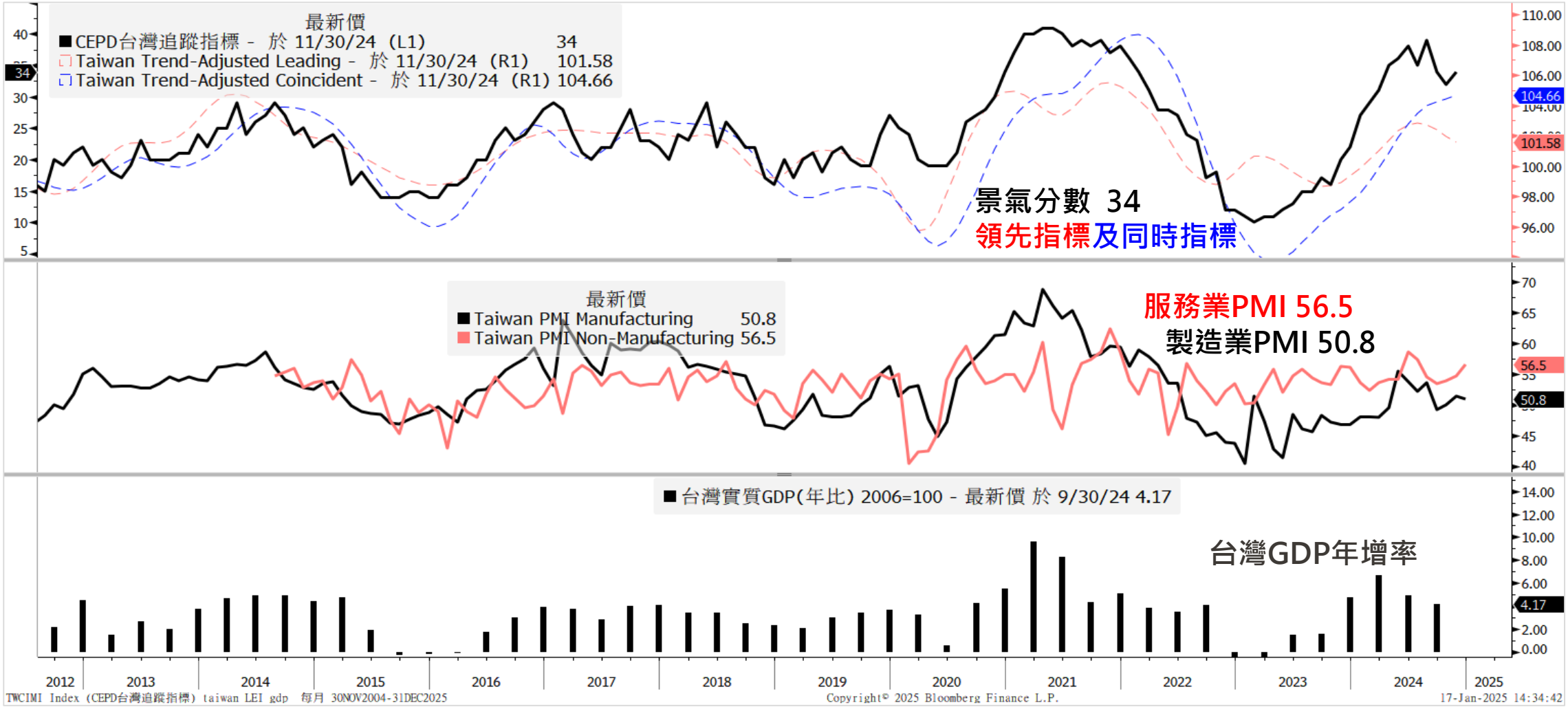


日本：過往升息常常後續一段時間後 會伴隨市場動盪

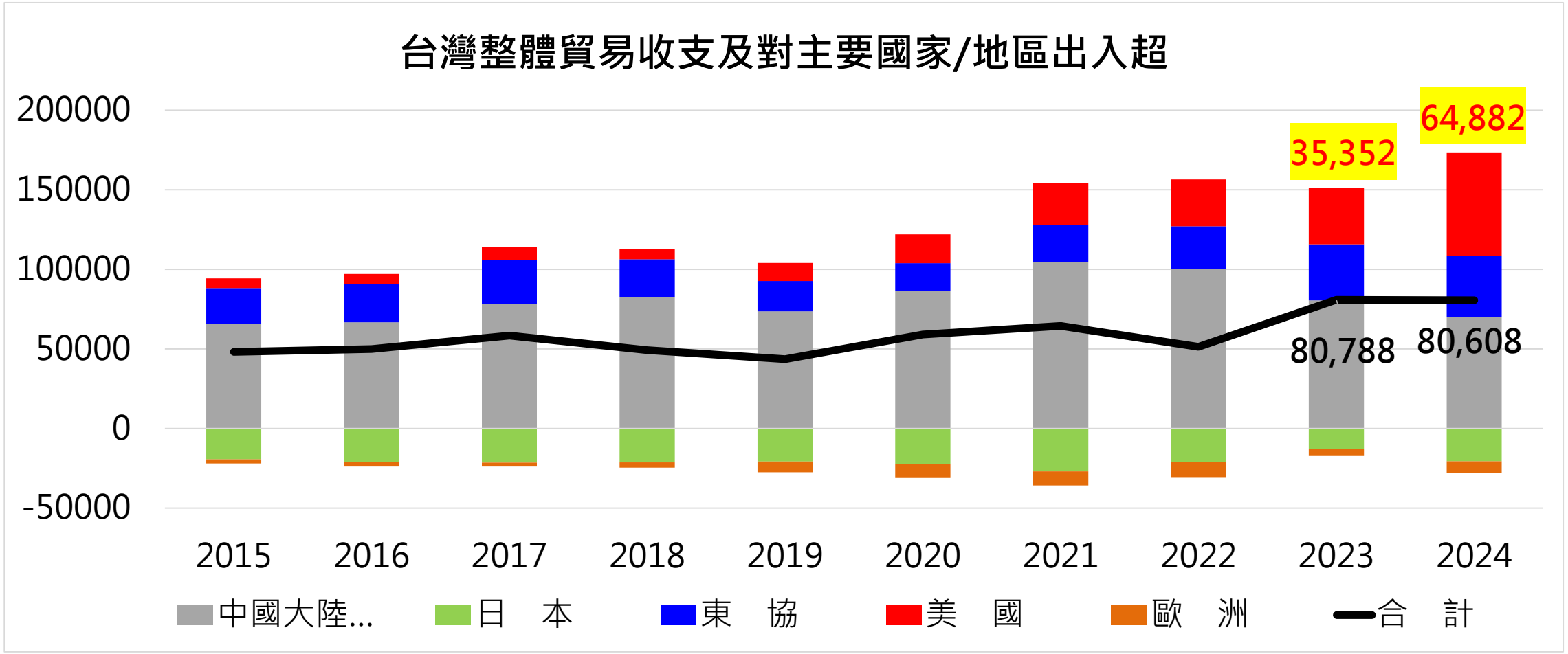
日圓融資成本提高 帶動日圓走升 Carry trade反轉 導致風險性資產下跌



台灣：景氣指標表現穩健 2025年預估溫和成長

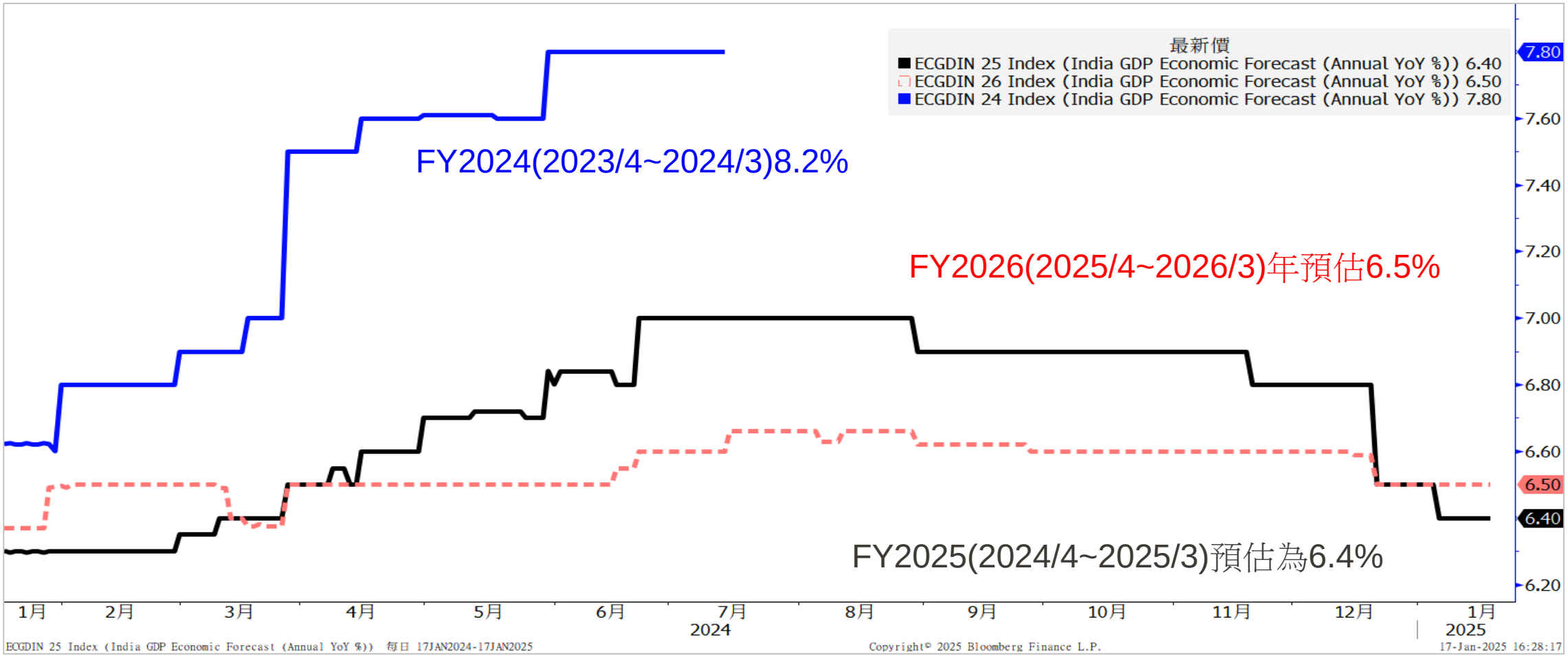


台灣：對美貿易順差649億美元創高 年增84%!!
小心鉅額且創高的貿易順差 引起川普的關愛!!



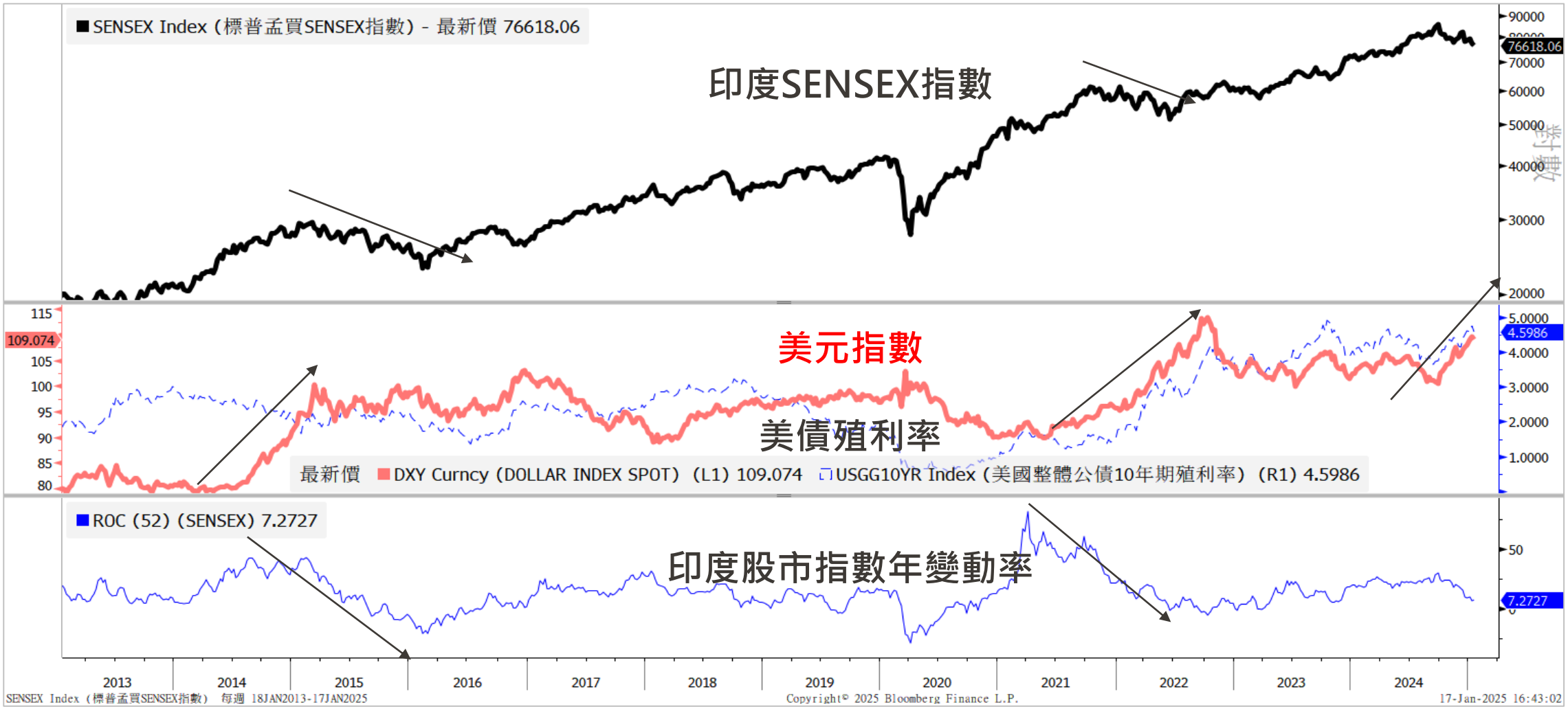
台股：與前次執政期間比較 政策提出後 台股漲勢不大

印度：FY2026(2025/4~2026/3)年預估6.5%
FY2025(2024/4~2025/3)為6.4% 成長有點下滑



圖\表 資料來源:Bloomberg

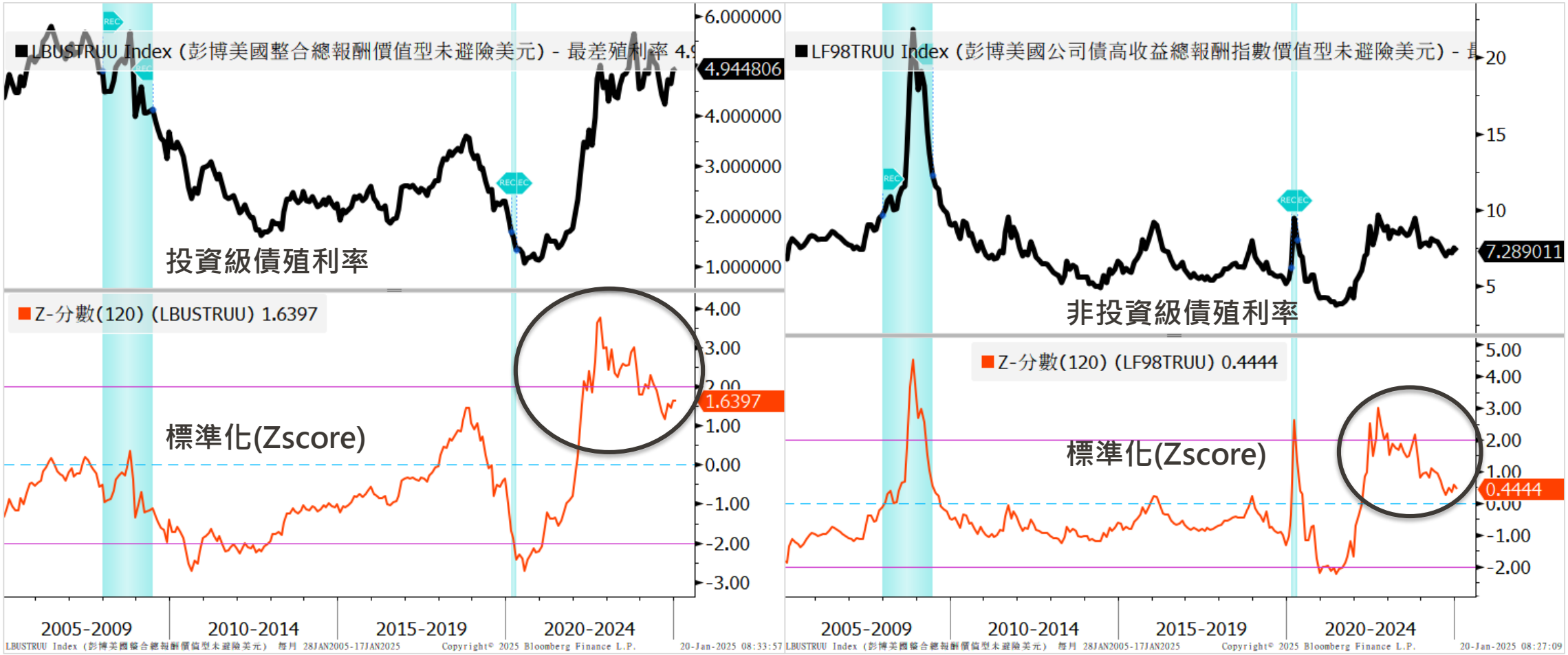
印股：美元及殖利率走高時 較不利於印度等新興市場



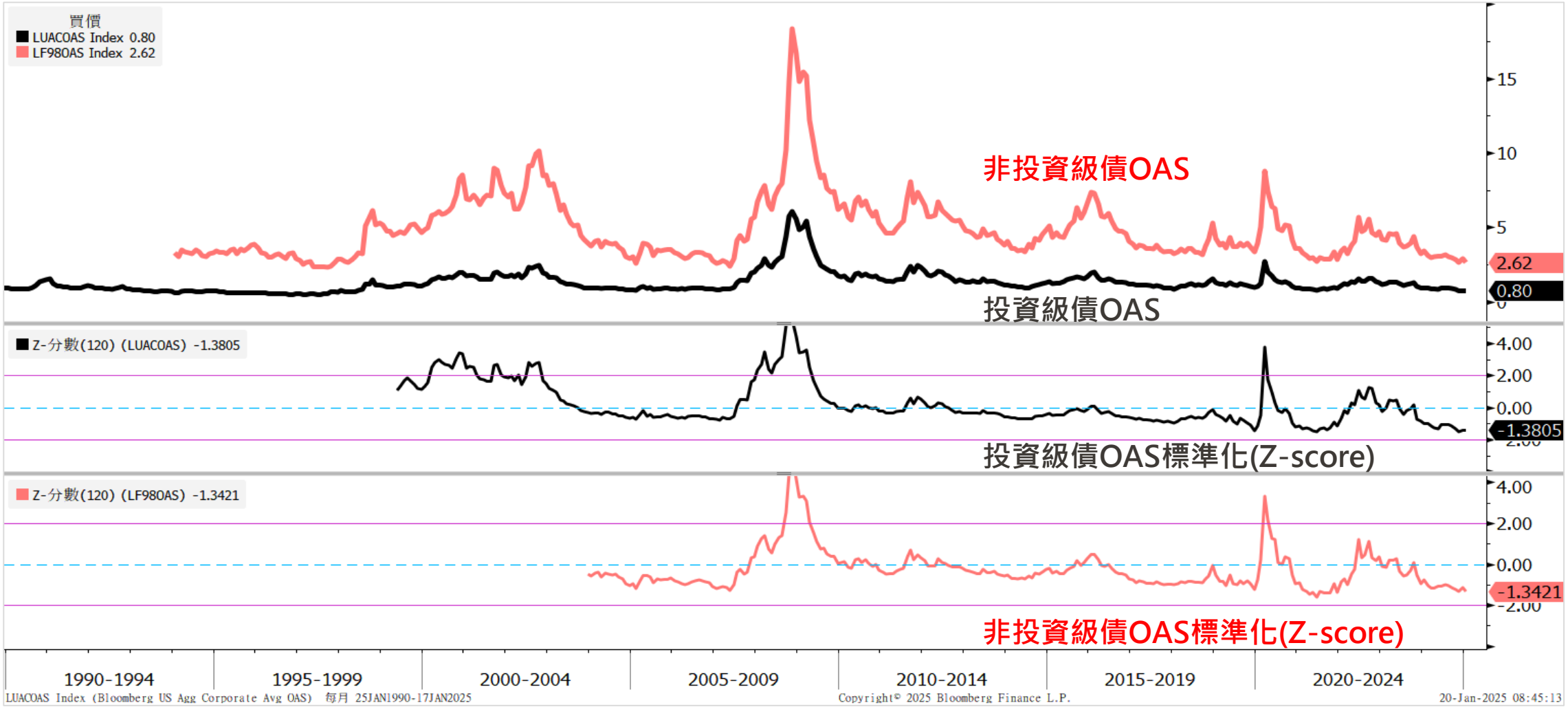
印股：不過前次川普執政期間(2017~19) 漲幅大(+55%)

圖\表 資料來源:Bloomberg

信用債：IG屬於避險性資產 且目前收益處於長期的高檔
非投資級屬於風險性資產 排除衰退期間 收益亦相對高



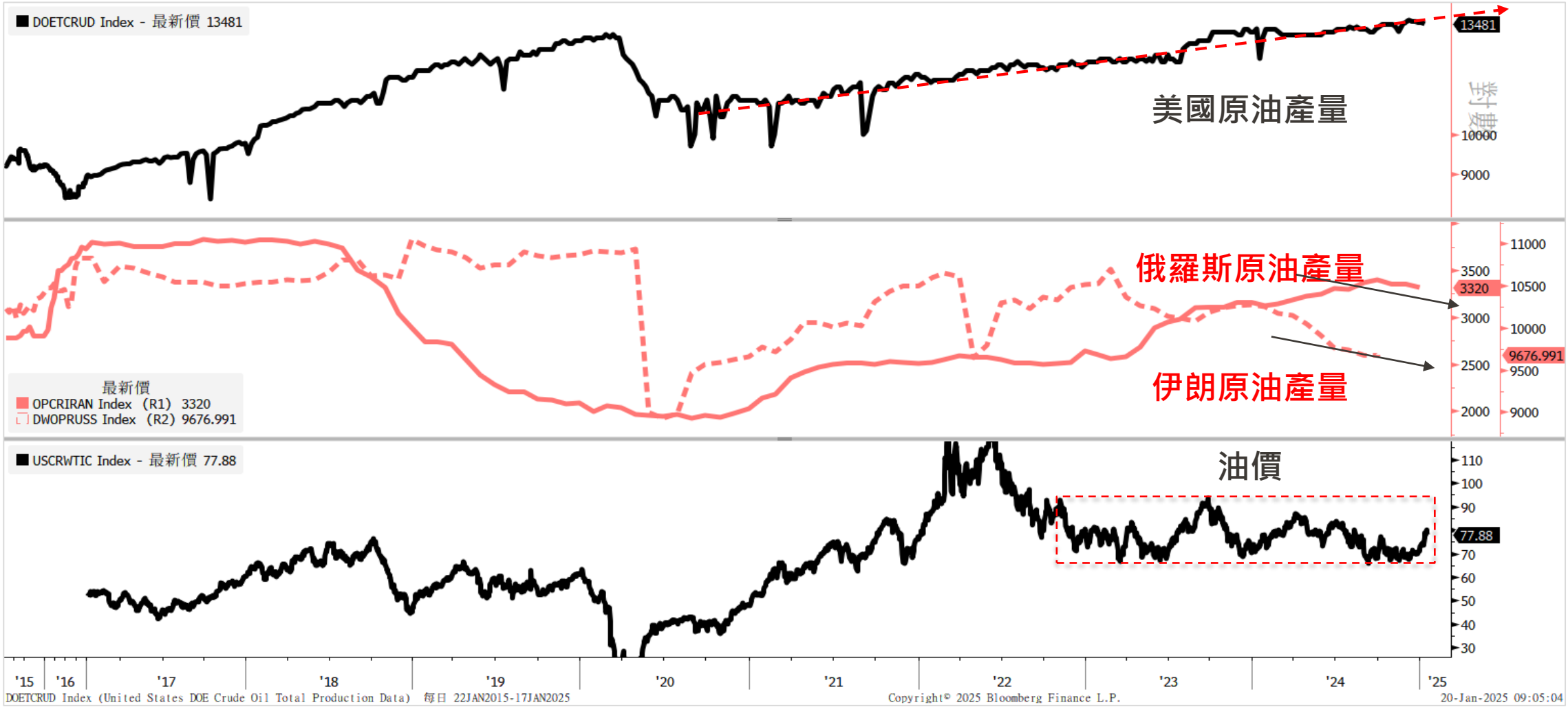
信用債：信用利差均屬於歷史低點 再改善有限



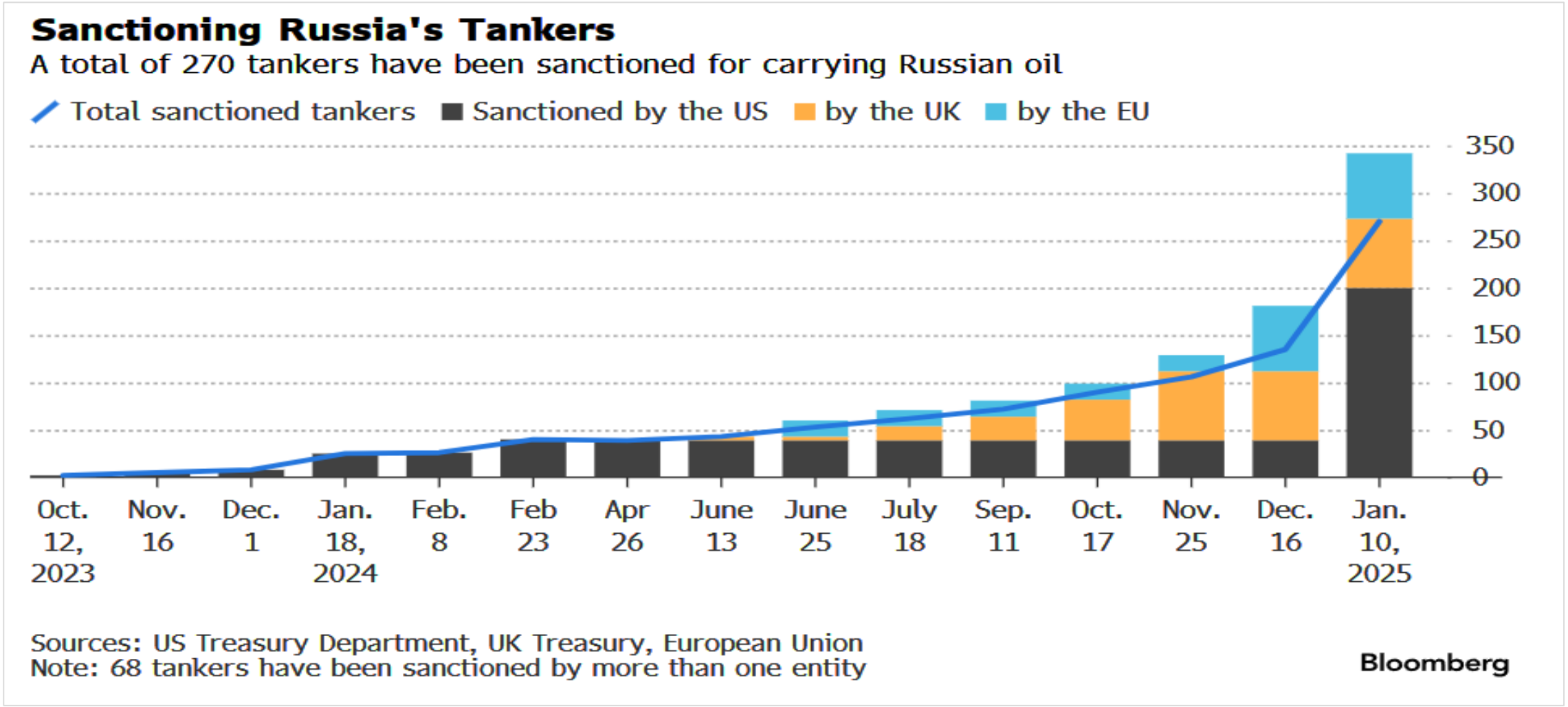
信用債：當景氣持續溫和成長之際 非投資債表現穩定

信用債：前次川普2017~2019時 非投資級債也算穩定

原油：美油產量增 俄伊被制裁而減產 油價料持穩



原油：拜登提出對俄羅斯石油工業實施更嚴厲的制裁



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 穩健	30%	20%	V	V
股市-EM	印度	積極	25%	10%	V	V
	台股	積極			V	V

2025年2月投資市場評等

		偏空	中性偏空	中性	中性偏多	偏多
區域型	世界			◎		
	新興市場			◎		
	新興亞洲			◎		
	新興歐洲		◎			
	拉丁美洲			◎		
成熟國家	美國				◎	
	歐洲			◎		
	日本			◎		
新興國家	中國			◎		
	印度			◎		
	巴西			◎		
	俄羅斯		◎			
	台灣			◎		

		偏空	中性偏空	中性	中性偏多	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	中性偏空	中性	中性偏多	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

BANK 王道銀行