

# 2025 年展望：降息空間受限於通膨，股市高估值帶來壓力

2025 年 1 月

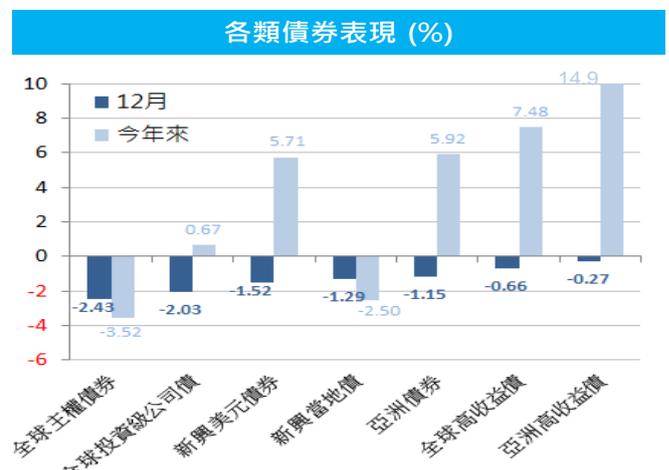
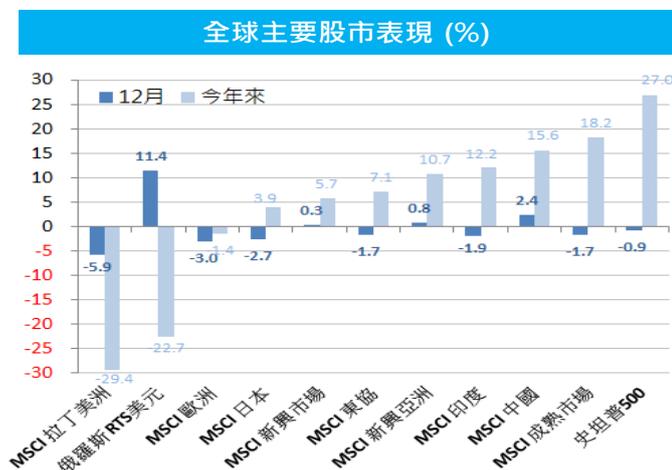
美國通膨數據緩步走高，加上川普即將祭出的關稅與移民政策、12 月 FOMC 也釋出未來降息將放慢或暫停的訊號，令美國 10 年期公債殖利率再度升至 4.50% 之上，引發股債市獲利回吐的壓力。至 12 月 23 日止，當月全球股債市多呈現 1%-2% 左右的下跌。不過，以 2024 年全年來看，多數股債市都有亮麗表現。在人工智慧題材持續吸金下，區域股市中以美股大漲 27% 拔得頭籌，其他區域股市漲幅不一，中印分別上揚 15.6%、12.2%，而拉美則重挫近三成。此外，受惠於降息、利差收斂，甚至中國的救市政策拉抬，多數債券也都有不錯表現，如亞高收全年上揚 14.9%、全高收與新興美元債上漲 7.5%、5.7%，僅全球主權債與新興當地債因美元過於強勢而下挫。

元月份川普即將入主白宮並完全執政，預期上半年將先處理移民、關稅談判等議題，而削減聯邦支出、放鬆監管、減稅等則將陸續進行。不過，川普調升特定國家與產業的關稅，並開始進行談判的過程中，將難免引起市場的動盪，這可由近期非美國家股市普遍落後美股表現嗅出一絲端倪。

美國 11 月 CPI 年增率再升至 2.7%，連續兩個月走高；PPI 年增率跳升至 3.0%，核心 PPI 甚至衝高至 3.4%，創去年 2 月以來新高。在經濟表現仍有韌性、通膨降不下去的環境下，這將使得 2025 年 Fed 的降息空間受到一定的限制，這在 12 月 FOMC 會議中已得到印證，點陣圖暗示 2025 年將僅有兩碼的降息空間，而 2% 的通膨目標恐要到 2027 年才能看到。

展望 2025 年，雖然預期全球經濟成長持穩、企業獲利增長將站穩兩位數，而通膨也將緩步回落，但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難度。過去這類連續大漲的行情，僅在 1990 年代後半的網路熱潮中出現過。倘若 AI 的終端需求不若預期，則將使 2025 年股市面臨的震盪加大，而報酬率也將縮窄。

整體而言，2025 年金融市場要面對的挑戰不少，但隨著川普內閣確定，政策方向也逐漸明朗，加上美國經濟穩健，仍可望帶動美股的中長期表現，而日股與台股也是此波科技帶動熱潮中不可或缺的要角。此外，由於大多數央行都仍處於降息循環中，雖然通膨壓力可能干擾降息的進程，但債市的相對價值將逐步顯現，殖利率仍有緩降空間，投資級公司債仍是可積極布局的一環。



資料來源：Bloomberg，至 12 月 23 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：AI 浪潮持續，美股企業獲利增長加速

美國總統當選人川普於 1 月 20 日上任，加上共和黨屆時掌握參、眾兩院，預期川普政府短期內就會陸續扭轉拜登政府時期的諸多政策。近期川普表達對巴拿馬運河及格陵蘭的關注，上任初期預料美國政策轉變劇烈，可能造成金融市場震盪加劇。

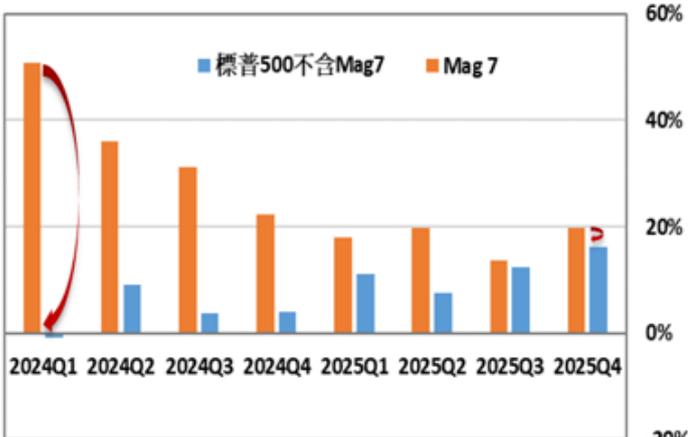
2024 年美股優異表現主要受惠於 AI，而 AI 產業仍在基礎建設階段。領漲標普 500 指數主要是科技巨頭，其中以 Nvidia 及 Tesla 最受矚目，科技龍頭外以金融股表現最亮眼，主要是看好川普放寬監管，有利企業購併增加；領跌股同樣是過去的半導體龍頭，包括 Intel 與 AMD，反映部分科技大廠在 AI 浪潮受益有限，而醫療類股因為擔憂川普取消健保補助而下挫。

美國經濟在 2024 年從預期的軟著陸到最後變成不著陸，經濟表現強勁。展望 2025 年，GDP 成長將放緩至 2.1%，但企業獲利成長加速，標普 500 企業在 2024 年的企業獲利預估增長 8~9%，到 2025 年預估盈餘年增率拉升至 12% 以上。

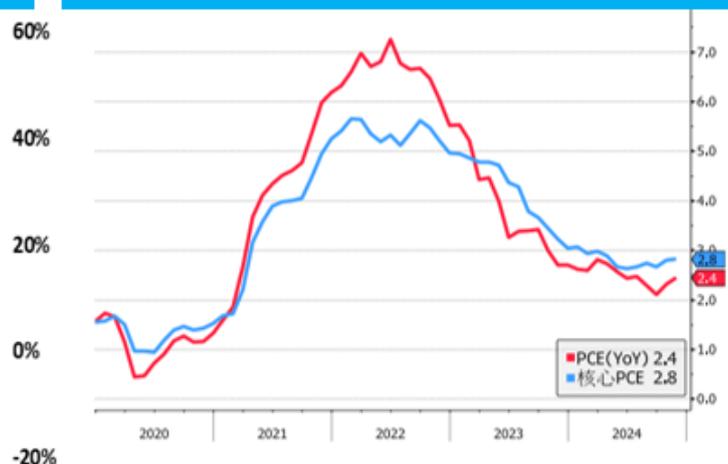
2025 年最受注目的產業仍是 AI，新應用分布三大主軸。首先是協助企業縮減成本，例如取代客服工作、初階程式設計、初階美編與工廠的自動化製程；另一塊是新應用，例如自動駕駛、人形機器人，最後才是一般人的應用。AI 後續預估可推動 2025 年企業獲利增長，影響的產業範圍也會擴大。但須留意科技七龍頭在 2024 年初與其他標普 500 成分股的盈餘成長率落差接近五成，預估到 2025 年第四季成長率落差僅約 5%，雖然科技龍頭的盈餘增長依舊接近兩成，但其他 493 家公司的盈餘增長在 2025 年第四季加速至 15%，預料有助於評價提升。

標普 500 預估本益比來到 25 倍，評價偏高與川普政策帶來的不確定性讓市場對美股的上檔空間保守看待。市場擔憂川普關稅引發通膨，近期美國通膨數據出現反彈，如果通膨惡化可能迫使聯準會縮減降息空間，另外減稅導致美國財政赤字惡化，推高美國債務。然而參考川普第一次任期，如邊境牆等有爭議的政策，實際推動受阻後立即縮小規模，而川普向來視美股表現作為政績，若政策引發太大反對聲浪，預料將快速應變。考量美國經濟體質仍佳，若市場因川普上任初期的政策劇變陷入恐慌，可以長線角度分批布局。

### Mega 7 與其他標普 500 成分股淨利成長增速



### 美國個人消費支出物價指數



資料來源：彭博

## 歐洲股市：地緣政治衝突或將落幕、央行降息，歐股評價具提升空間

2024 年歐股走勢相對美股溫吞，主因是歐洲企業與 AI 題材連動性低，且面臨川普關稅威脅。展望 2025 年局勢可望轉變。首先是俄烏戰爭落幕，其次歐洲通膨回落，歐洲央行持續降息，最後是英、法、德政府都有新領導人上台，預料 2025 年會擴大財政刺激、挽救過去幾年低迷的歐洲經濟。

2024 年歐洲強勢股分散在不同產業，包含思愛普、匯豐、施耐德電機、聯合利華、勞斯萊斯控股等，分別隸屬半導體、金融、消費、工業等不同產業；而在弱勢股部分，先前市場看好的減肥藥龍頭諾和諾德面臨同類型藥物競爭，導致業績不如預期，雀巢因原物料價格上漲打擊獲利、且缺乏能帶動營收成長的新產品線，奢侈品集團在中國經濟放緩下走勢低迷；能源股則因油價下跌預期走低；風力發電族群面臨中國廠商的競爭，導致獲利衰退甚至陷入虧損的困境。

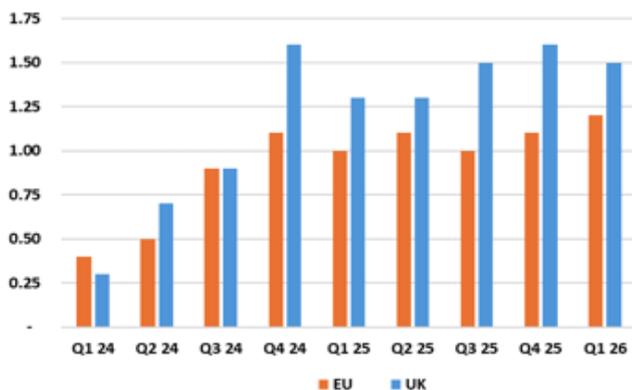
展望 2025 年可期待俄烏戰爭落幕，若歐洲向俄羅斯採購天然氣可大幅降低能源成本。川普表示，期待同俄羅斯總統普丁就解決烏克蘭危機舉行會談，必須要結束這長戰爭。若停戰實現，對俄羅斯制裁措施將陸續解除，德、法也重新採購俄羅斯天然氣來降低能源成本，屆時可看到企業獲利回升，民間在能源費用降低後提升購買力，預料可帶動消費回溫。

歐洲央行 12 月會議為 2024 年第四度降息，各項主要利率皆降息 1 碼。總裁拉加德表示，歐元區正「非常接近」實現中期通膨目標，如果通膨繼續向 2% 目標降溫，歐洲央行會進一步降息。

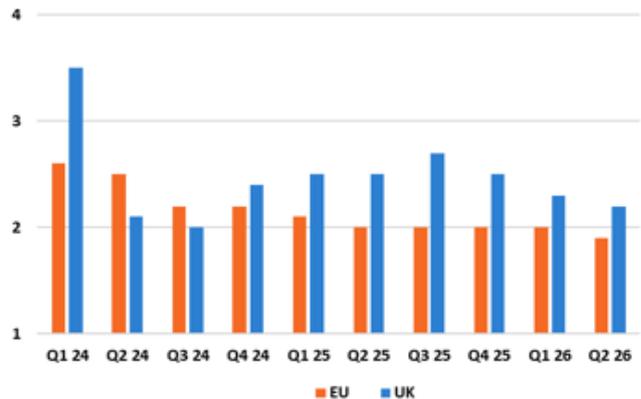
德國總理蕭茲未通過信任投票，國會將解散於 2025 年 2/23 改選，美國億萬富豪馬斯克在社交媒體平台 X 發文，「只有德國另類選擇黨可以拯救德國」，但目前民調顯示基民盟與基社盟擁有 33% 支持率，最有機會組閣成立新聯合政府，德國另類選擇黨支持率以 19% 名列第二；法國選出貝魯成為 2024 年以來第 4 位總理，能否完成 2025 年預算案仍不明朗；英國同樣由工黨結束保守黨長達 14 年的執政，但工黨上台的蜜月期很快結束，近期因為經濟疲弱召來批評。歐洲經濟疲弱導致民心思變，預估 2025 年歐洲各國政府施政主軸將聚焦於經濟、提升人民實際生活水平。

泛歐 600 指數本益比仍低於長期的平均 16.5 倍，預估 2025 年盈餘增長來到 8.4%，較 2024 年 (2.6%) 明顯加速。2025 年成長動能分散，包含科技、原物料、非核心消費、醫療、工業等不同產業都可看到 10% 以上的獲利增長。若股價因川普關稅回跌，可以長線角度逢低承接。

### 歐元區與英國單季GDP年比成長率預估



### 歐元區與英國單季CPI年比成長率預估



資料來源：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。

## 日本股市：日股估值合理，日銀升息立場謹慎

2024 年日本 TOPIX 指數上漲幅度接近兩成，然而日圓匯率貶值約 10% 拖累投資表現。國會改選落幕，自民黨聯盟已無法在國會過半，但仍站穩第一大黨地位；石破茂成為日本首相，預料將強化日美聯盟、產業政策延續過去推動半導體與內需產業；川普在 12 月與日本已故首相安倍晉三的遺孀安倍昭惠共進晚餐，顯然川普對美日關係依舊重視。

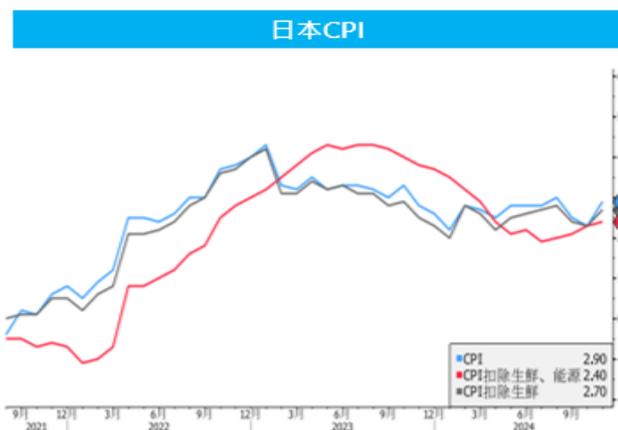
2024 年日圓趨貶，日股以外銷族群表現較為強勢，如日立、三菱、索尼、豐田等帶動指數走高，其次受惠於升息，金融股也有轉強跡象；弱勢族群主要是與景氣關聯性高的電子零組件、記憶體，還有先前評價過高的如東方樂園，另外中國市場的低迷也讓消費龍頭如資生堂業績不佳。

石破茂為應對即將到來的川普關稅不確定性，致力改善中日關係。在赴南美參加 APEC 和 G20 兩場峰會期間與習近平展開會談，之後重啟日本水產品輸入中國，期間在中國發生多起針對日本學童的襲擊事件，但兩國關係也未因此惡化。目前看到訪日中國觀光客人數仍低於疫情前，未來雙方若關係改善，有機會拉高訪日中國籍觀光客人數，讓訪日外籍觀光客在 2025 年續創單月歷史新高。

川普不強調「去中供應鏈」，只希望美國製造，看似對日企不利，然而取消電動車補助，將讓致力於油電混合技術的日本車企具競爭優勢。包括豐田、日產、本田都掌握油電混合技術，預估全球車市在 2025 年不會再以純電動做為訴求，日企的油電混合技術可望受市場青睞。

日本 11 月 CPI 自前月的 2.3% 升至 2.9%，扣除生鮮 CPI 來到 2.7%，同時扣除生鮮與能源 CPI 來到 2.4%，三者全面走高，通膨已支持央行退出貨幣寬鬆。然而日銀於 12 月在利率決策按兵不動，總裁植田和男重申需要繼續關注經濟風險，並未釋出 1 月可能升息的明確訊號，意外放鴿導致日圓貶值。預料日本央行謹慎態度主要是謹慎因應川普上任後的國際變局，待薪資調幅明朗、美日關稅底定後，日本央行才會動作，須留意未來一季仍不能排除升息可能。

2025 年第一季日本 TOPIX 指數企業獲利年增率拉高至 11.9% 以上，主要是 2024 年第一季發生地震與豐田大發造假醜聞，故在 2025 年第一季有基期優勢，TOPIX 指數在 2025 年獲利增長估計 7.5%，目前本益比維持在 15.1 倍，大致就在過去十年平均值位置。近期若因美國關稅議題導致市場回檔，仍可關注日股低檔承接機會，估計第一季財報公布(4 月下旬)可望提振市場樂觀情緒。



資料來源：彭博

## 新興亞洲：對抗美國關稅影響，內需及科技為增長關鍵

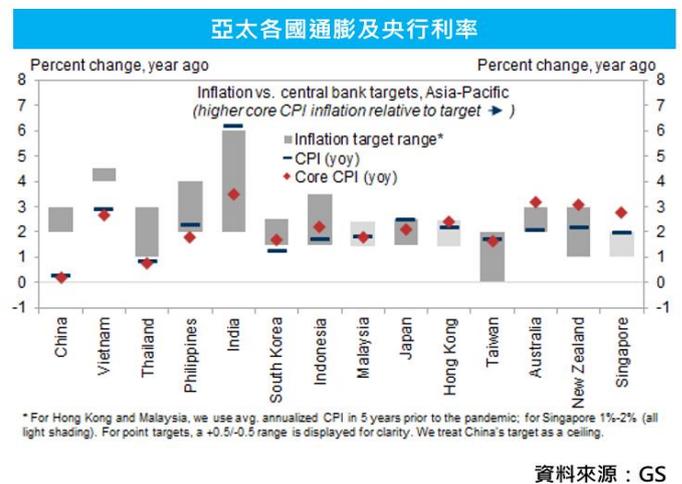
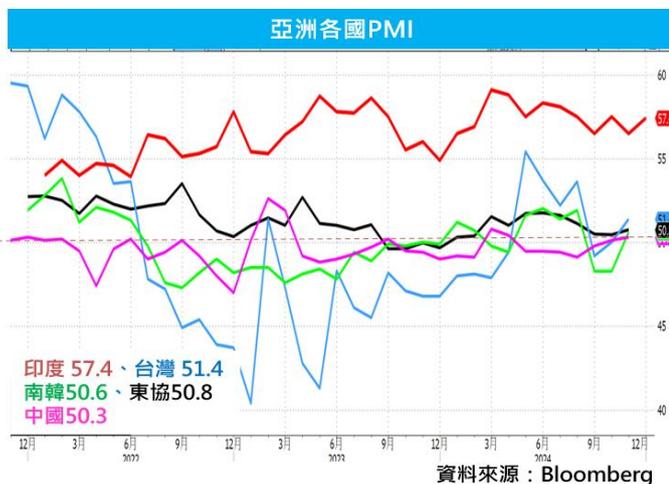
亞洲股市十二月為平盤整理格局，截至 12/26，亞洲不含日本指數(MXAPJ)一個月下跌 0.76%，市場正在反映川普上台後政策的可能的調整方向，亞洲各國股市的表現不盡相同。中國股市在中央經濟工作會議的新一輪刺激宣示下上漲，上證指數單月上漲 3.97%，國企指數也上漲 6.44%。台灣股市在回測季線反彈，單月上漲 1.18%。南韓 KOSPI 指數在戒嚴鬧劇的影響持續下探，單月下跌 3.77%。東南亞股市整體弱勢，MSCI 東南亞指數單月下跌 1.43%，菲律賓跌幅較大超過 7%，其他國家則下跌 2~4%，外資持續撤出東南亞股市。印度股市在短暫反彈後重新下探回測季線，SENSEX 指數下跌 1.62%，證交所調高了保證金成數對國內資金面造成影響，股市可能仍需時間整體。

亞洲製造業 PMI 數據較上月好轉，其中台灣的 PMI 進一步走到了 51.4，南韓的 PMI 也重新回到了 50 上方來到 50.6。中國政府在九月底開始陸續推出了政策後，已經有了初步的成效，製造業 PMI 為 50.3。東協的製造業 PMI 依然不愠不火在 50.8。印度的 PMI 仍是亞洲表現最好的國家為 57.4，顯示出亞洲的製造業都還維持這不錯的動能。

對亞洲而言，川普上台的負面影響將透過關稅上升、全球需求疲軟以及政策不確定性加大來影響亞洲經濟，2025 年亞洲經濟的放緩幾乎已經成為定局。面對關稅的不確定性，亞洲各國政府將利用各種財政政策及貨幣政策來減少關稅所帶來的影響。由於出口很可能減少，各國的內需消費成為經濟成長的重要動能，因此幾個內需占比較大的國家，可能有相對較好的表現。

科技的出口仍將延續 2024 年的趨勢，企業在 AI 系統及終端的投資保持擴大，拉抬 2025 年半導體出貨。預期全球晶片出貨量年增率仍有在 10% 左右。人工智慧需求仍然強勁，相關的 GB200 晶片以及高頻寬記憶體 (HBM) 的出口是主力。消費性電子產品以及汽車等傳統科技產品的需求不溫不火，保持擴張但增速緩慢。中國成熟製程的晶片將在 2025 年大量開出，企業產量的增加正在對中低階記憶體價格有下行可能，半導體市場將冷熱分明。

整體而言，2025 年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，但保持穩健。東北亞持續受惠於 AI 帶動相關產業需求，相關應用可望從企業投資擴大到個人消費如 AI PC、AI 手機，半導體的循環週期維持往上並帶動亞洲出口以及企業獲利的增速。印度、東南亞則受惠於供應鏈轉移，亞洲除中國外，中長線看法正面。



## 印度：週期性放緩，中長期結構成長持續

最新的印度 PMI 先期值，顯示印度經濟仍維持良好動能，12 月 PMI 為 60.7，較 11 月的 58.0 上升。製造業與服務業的表現都較上個月為佳，新訂單大幅增加來到七月以來的高點，企業加快聘僱的速度，為近期較為放緩的印度經濟帶來好消息。

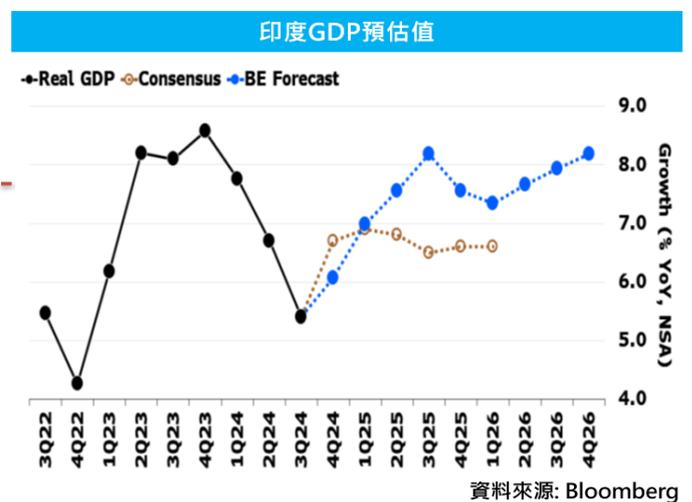
我們預期印度在 2025 年的經濟成長趨勢將放緩，但結構性增長仍持續，隨著疫情後的貨幣及財政寬鬆結束，信貸增長放緩，印度的經濟在 2024 年下半年開始降速，並將延續到 2025 年。券商普遍認為 2025 年的 GDP 年增率會較 2024 年下降，約在 6.0%~6.3% 的區間。印度過去幾年的強勁成長包含疫情後的需求爆發，以及股市上漲帶來財富效果，然而這些超過趨勢的推力，隨動能減弱將讓經濟成長回歸於平均值。

內需方面放緩的機率很大，主要是消費的增速下滑，2024 年 Q3 個人消費僅增長 6.0%。而 Q2 的增速曾達到 7.4%，城市工資水平的上市公司工資支出在 Q3 出現了萎縮，這讓消費的動能減少，主要是因為食品價格的上漲排擠了非必需性支出，再加上印度央行於 2023 年 1 月對零售貸款收緊後，家庭信貸成長放緩所致，也反映在汽車銷售、汽油消費這些城市區的消費上，但農村消費在農產品價格上漲帶動收入下，可望形成支撐。

所幸中長期的結構題材印度製造持續，企業可望增加槓桿，在前幾的金融整頓之後，目前的銀行資本充足，資產負債表健康，私人企業的負債率也在相對低點，如果 2025 年工業信貸需求增加，銀行將有足夠的空間來增加貸款。印度製造的方向明確，加上供應鏈移出中國，印度企業可望持續受惠，但可能會等待川普新政府關稅政策明朗化之後，企業才會進一步的增加槓桿。

面對經濟放緩，印度政府進行財政政策與貨幣政策寬鬆空間有限，印度的通膨在食物價格帶動下波動很大，央行為維持通膨目標，難以持續性降息，在經過疫情期間的補貼後，中央政府在未來幾年將以控制赤字上限為目標，雖仍有一定的刺激政策，但規模有限，經濟成長動能需要由民間企業發動。

印度與美國的順差仍在可控範圍，不太可能會成為川普關稅政策的直接目標，但近年來與美國雙邊貿易順差的增加可能會引起一些討論。券商預測印度企業今、明兩年獲利成長率有雙位數水準，中長期表現仍不看淡，如果遇到關稅話題造成的短期波動，會是良好的布局機會。



## 東南亞：2025 年經濟略為降溫，但仍穩健

東南亞 PMI 緩步擴張，製造業 PMI 指數由 50.5 上升到 50.8，產出分項成長加快，但代表需求的新訂單保持擴張，但已經降溫回到 50 邊緣，來到九個月以來的低點，出口訂單已經進入萎縮，拖累財體需求。通膨略有升溫，成本的壓力增加，但影響有限，不用過度擔心，廠商信心仍保持樂觀，景氣維持穩健成長。

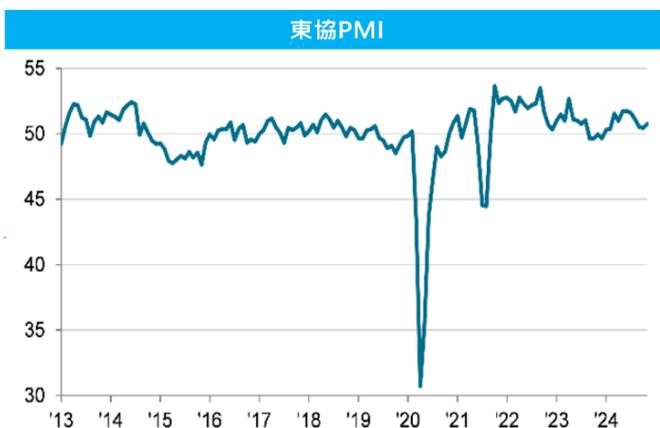
各國的 PMI 顯示出差異，面對貿易摩擦和地緣政治角力加劇，出口占比高的國家有減速的跡象，新加坡 PMI 由高位逐漸放緩至 53.9，泰國從 51.5 下降 50.2，越南也下滑至 50.8，馬來西亞則跌破 50 來到 49.2。反觀較依賴內需的菲律賓逐漸走高到 53.8，印尼雖然低於 50，但已經走出低點，PMI 緩步上升至 49.6。

2025 年隨著全球貿易政策不確定性加劇，各投資機構普遍預期東協 GDP 成長將略有放緩。尤其是在出口方面將面臨很大的不確定性，但由於內需以及各國刺激政策的支撐，不至於降低的太多，高盛預測將於 2024 年 4.5% 放緩至 2025 年的 4.3%。

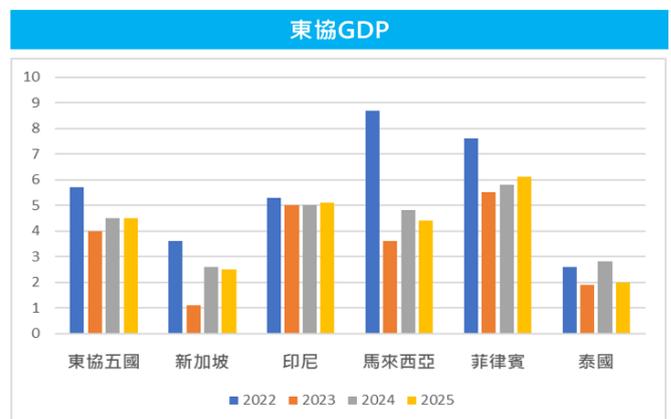
川普關稅的影響主要仍在各國的出口，在中國進口產品額外徵收 20% 關稅的情境下，美國關稅可能會使 2025 年東協五國經濟成長減少 0.3-0.8%。如果關稅僅針對中國，東協國家反而有可能受惠於供應鏈轉移而降低影響，但美國有可能將關稅範圍擴散到其他中間國家。

內需能夠在多大程度上抵銷出口成長疲軟的影響，將成為各國經濟表現差異的因素。泰國可能是東協相對表現較差的國家，由於家庭債務高企和金融狀況緊縮，內需支撐有限。然而印尼和菲律賓的家庭負債比率仍然很低，僅約為 GDP 的 10%。家庭消費可望將經濟提供支撐。馬來西亞的家庭負債比率也相對較高，達 84%，但馬來西亞的人均收入較高，也代表消費具有一定的彈性，債務影響有限，菲律賓、馬來西亞及印尼，在內需的幫助下，可能是東南亞表現較佳的國家。加上東南亞通膨壓力不高，也讓東協各國的央行有寬鬆的空間，菲律賓、印尼、泰國已經在 24 年 Q3 後開始了降息循環，對東南亞的經濟也有支撐效果。

東南亞的整體區域的經濟穩健，各國 EPS 年增率都能保持溫和增長。但各國的表現並不相同，泰國、菲律賓有雙位數成長，印尼、馬來西亞、新加坡則至 5~10% 之間。PE、PB 普遍都低於十年平均，都還在便宜的區間，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。



資料來源：S&P Global



資料來源：IMF

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。

## 拉美股市：巴西財政與墨西哥關稅問題削弱經濟前景

巴西 11 月製造業 PMI 由 10 月的 52.9 略微下降至 52.3，但仍高於 50 的榮枯分水嶺，處於擴張區間。因國內經濟的復甦需求鼓勵企業擴大生產規模，企業也持續採購原料並額外招募工人。11 月巴西製造商的新訂單連續 11 個月增加，呈現穩健擴張且超過長期趨勢。

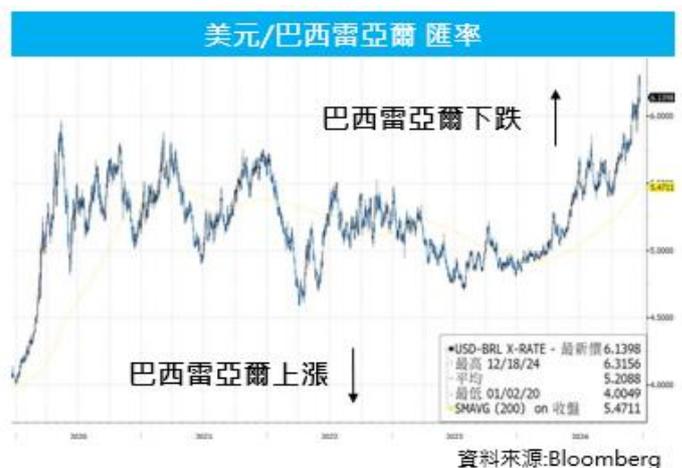
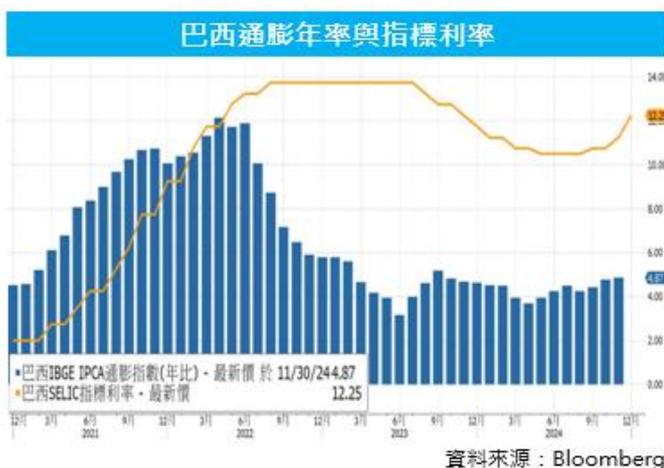
巴西 11 月通膨年率由 10 月的 4.76% 進一步上升至 4.87%，略高於預期的 4.85%，也創下 14 個月來最高。魯拉上台以來不斷擴大政府支出推動家庭消費以支撐國內經濟，但也導致食品與交通上漲速度更快。巴西央行預期 2024 年通膨年率將達 4.9%，2025 年將來到 4.5%。

巴西央行 12/11 大幅升息 4 碼，央行將大幅升息歸因於外部因素不確定性與政府財政計劃干擾，並表示若情勢符合預期，將分別在 1 月和 3 月進行類似幅度的升息。然而，巴西央行 2025 年 1 月將由魯拉提名的 Gabriel Galipolo 出任新行長，未來政策是否延續將是觀察重點。

不過，該國財政支出與發債總額不斷增加，升息反而提高政府債務成本，以致於投資人早已將關注焦點由巴西的利差優勢轉為對財政體質的憂慮。巴西央行 12 月升息後，市場信心低迷，巴西匯率持續下挫，促使巴西央行在截至 12/19 的一週內多次進行外匯掉期，甚至密集拍賣總計高達 277.5 億美元的資金以提振市場信心。然而，就過去經驗看來，政府外匯干預措施對於匯率支撐僅有短期效果。

另一方面，FOMC 於 12 月會議後的利率點陣圖暗示 2025 年將僅降息兩碼，較前次的預估降幅砍半，推動美元指數創下逾兩年新高，在外資流出可能加劇下，進一步加重了市場對於巴西財政的擔憂，拖累巴西雷亞爾創歷史新低，導致投資巴西或拉美股市換算回美元的報酬率同時受到股市與匯市的雙重拖累，因而跌至逾 4 年新低。

巴西內部同時面臨通膨上揚與政府債務增加雙重難題，央行現在為了處理通膨而升息，加重市場對政府財政體質的憂慮。此外，就拉美或是巴西而言，外部也面臨美國降息放緩與川普政策推高通膨的疑慮，對國際投資人來說，美元吸引力增加，且巴西原物料出口亦間接受到川普未來將對中國出口至美國的商品課徵關稅的拖累，恐使巴西的外資持續流出。再者，川普也已宣布上任首日將對墨進口商品課徵 25% 關稅，高盛預期將使墨西哥 GDP 下降 1-4%。由於巴墨股市佔 MSCI 拉美指數比重合計高達 9 成，在兩國基本面均有隱憂下，持續建議出脫或減碼拉美股市。



## 能源類股：川普政策恐壓抑油價，拖累能源前景

從 1998 年到 2023 年，中國的石油消費成長幾乎每年都超過印度，且這些年中國的石油消費成長經常超過其他國家。然而，根據美國能源署 12 月的短期能源展望報告，印度 2024 年的原油消費增量佔全球石油消費總量成長的 25%，已超越中國，成為全球原油消費增長的最主要動能，該機構並預期 2025 年印度的石油消費成長仍會持續超過中國。不過若以液體燃料消費總量來看，印度仍無法與中國匹敵。2023 年印度液體燃料總消費量為 530 萬桶/日，而中國 2023 年的液體燃料消費量是印度的三倍有餘，達到 1,640 萬桶/日。

美國能源署 (EIA) 在 12 月的短期能源展望中下修了 2024 與 2025 年西德州原油 (WTI) 現貨價格預測，認為 2025 年各季的原油均價將分別為每桶 69.12 美元、69.83 美元、69.50 美元與 67.50 美元，相較於該機構 11 月對於 2025 年各季的預估值為每桶 73.67 美元、73.17 美元、71.17 美元與 68.52 美元，12 月預估值呈現全面下修。

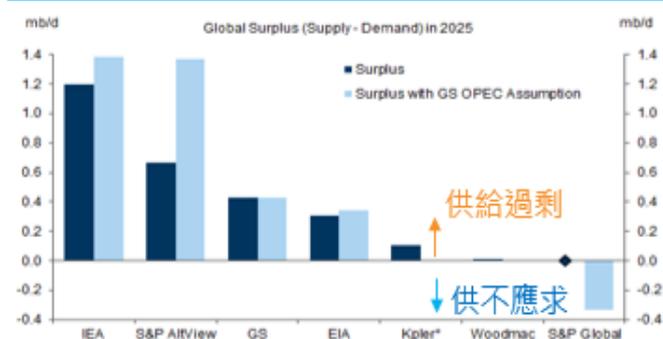
川普提名貝森特擔任美國財長，貝森特提出「3-3-3」經濟計劃，其中包括額外增加美國日均 300 萬桶等量能源產量。高盛認為僅 2025 年產量就可成長超過 100 萬桶原油的等量能源，未來兩年合計料增加 200 萬桶/日，而 300 萬桶/日的目標也可在 2028 年前實現。貝森特主張的增加 300 萬桶/日將使美國原油較 2023 年產量成長 23%，在供給大幅成長下，恐壓抑油價且煉油廠商單位利潤率也將劇減，亦不利業者獲利前景。

川普多次強調儘快結束俄烏戰爭，預期其上台後會將烏國逼上談判桌。若俄烏戰爭得以結束，俄國油氣出口禁令料可順勢放鬆甚至解除，從而推升全球供給量。

中國經濟疲軟，拖累原油需求不振。高盛統計 7 大機構中有 5 家認為 2025 年全球原油將呈現供過於求的情況。

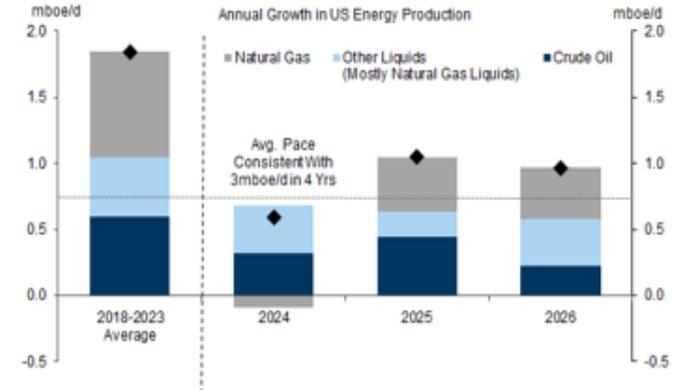
不過，川普內閣支持以色列並對伊朗立場鷹派或使中東目前的紛爭加劇。此外，在中國經濟疲弱及美國增產的情況下，OPEC+ 未來仍有可能繼續推遲減產協議，相關訊息亦或推動油價。然而，若中東情勢發展未失控且 OPEC+ 也未進一步擴加大減產額度，預期僅相關事件僅會帶來短期波動，對於全球原市的基本面不致帶來重大變化。

### 各機構對2025年原油供需預估



資料來源: 高盛

### 美國能源生產年增量



Our production forecasts assume GS energy price forecasts.

資料來源: 高盛

## 黃金類股：美降息步調放緩不利金價與類股走勢

全球實物支持的黃金 ETF 11 月資金合計流出 21 億美元，創下近半年來首次淨流出，惟年初至今的全球黃金 ETF 資金仍淨流入 26 億美元。然而，11 月由於全球黃金 ETF 資金淨流出及金價下跌，導致全球黃金 ETF 管理資產總額 (AUM) 降至 2,740 億美元 (-4%)。

世界黃金協會的黃金評價模型 Qaurum 將黃金最終價格表現取因於四個關鍵驅動因素：經濟擴張、風險、機會成本和趨勢。若 2025 年市場走勢符合其預期，金價可能維持區間波動。不過，ING 預估，2025 年金價均價可望上漲至每盎司 2,760 美元，買盤將來自各國央行及避險需求。高盛甚至認為 2025 年底前金價將上漲至每盎司 3000 美元，因其認為 1) 推動金價主要因素非美元而是 Fed 政策行動、2) 各國央行黃金買盤、3) 地緣政治和股市風險的不確定性上升。根據彭博統計，11 月以來各機構對黃金價格預估均值與中位數大致認為 2025 年中之前金價可望上漲，並在 2Q 達到高峰。

2024 年前 3 季全球央行的黃金總購買量達到 694 噸，以目前的情況看來，2024 年全球央行對於黃金的需求量將低於先前記錄。自 2009 年第 2 季開始，各國央行一直是淨買家。2024 年來央行最大買家-中國央行曾在 2024 年 4 月前連續 18 個月淨買入黃金，但自 5 月起連續 6 個月停止購入黃金，直至 11 月才又小幅購買黃金。未來是否仍會持續買入為未來觀察重點。

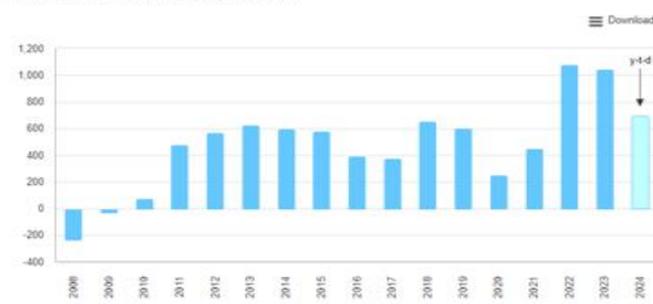
然而，自 2011 年以來，全球央行已連續 14 年為黃金的淨購買方，但過去 14 年來黃金價格有 6 年出現下跌，黃金類股更高達 8 年以下跌作收。世界黃金協會認為，全球央行淨購買量超過 500 噸會對於金價帶來正向貢獻，但 2011 年以來全球央行有 9 年黃金購買量超過 500 噸，但 2013、2014、2015、2018、2022 等 5 年黃金年報酬率仍負值。因此，以央行買盤來研判金價表現並不具說服力。

美國經濟數據自 2024 年 10 月以來普遍優於預期，降低市場對於經濟衰退疑慮，通膨也有回溫跡象，加上川普政策勢在必行，Fed 貨幣寬鬆政策步調將放緩。另一方面，歐洲經濟數據疲弱且政局不穩，預料歐洲央行降息步調將快於美國，導致美歐利差擴大，在形勢上更有利於美元，而非歐元。再者，2024 年 12 月 FOMC 會議利率點陣圖暗示 2025 年僅會降息兩碼，較 9 月時預估的 4 碼腰斬，會後市場對於 2025 年降息幅度預期也由會前的 2 碼降為 1 碼。

以目前的美歐兩國經濟走勢、歐洲政治局勢紛亂及川普上任後的政策來看，美歐未來利差可能加大，美元指數欲弱不易。黃金價格與相關類股走勢在過去 15 年來，約有 8 成以上時期與美元匯率呈負相關，且在可見的未來兩者關係料也不會改變，為相對可信標的，因此相對強勢的美元後續預期將壓抑黃金期貨與相關類股走勢。

### 全球央行年度淨需求(單位:噸)

Annual central bank and official sector demand\*



Sources: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council; Disclaimer

\*As of Q3 2024. For an explanation of gold market sectors, please see the Notes and definitions sections of Gold Demand

### 黃金與費城金銀指數歷年表現



\*2024年表現截至12/17止

■ 黃金期貨 ■ 費城金銀指數

資料來源: 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：降息空間將受限於通膨，債券殖利率高檔震盪

美國通膨數據緩步走高，加上川普即將祭出的關稅政策，都令債券市場惶惶不安；12月FOMC也釋出未來降息將放慢或暫停的訊號，更令美國10年期公債殖利率再度升至4.50%之上。至12月23日止，當月各類債券多數下跌，全球主權債、投資級債跌幅都超過2%，而高收益債則小跌0.27%，跌幅最輕。不過，以2024年全年來看，受惠於降息、利差收斂，甚至中國的救市政策拉抬，多數債券都有不錯表現，如亞高收全年上揚14.9%、全高收與新興美元債上漲7.5%、5.7%，僅全球主權債與新興當地債因美元過於強勢而下挫。

美國就業數據雖維持溫和擴張，但通膨數據卻令人擔憂。美國11月CPI年增率微升至2.7%，雖符合預期，但年增幅連續兩月上揚；各分項中，除住房成本外，新車、二手車和服飾價格也都呈現上漲。此外，在食品價格與其他服務業項目推升下，11月PPI年增率3.0%，遠高於預期的2.6%，10月數據亦自2.4%上修至2.6%。若扣除波動較大的食品和能源，11月核心PPI年增率3.4%，亦創去年2月以來新高，超過預期的3.2%，10月數值則自3.1%上修至3.4%。

12月Fed如預期降息一碼至4.25%~4.50%，但在聲明稿中卻表示通膨降速變慢，利率處於或接近放慢、暫停降息的位置。主席鮑爾強調在進一步降息之前，必須看到抗通膨取得更多進展。鮑爾在記者會中對後續降息的“程度和時間”均未有清晰指引，並提及川普的關稅政策對通膨的影響目前仍須觀察。在此環境下，至少要到3月例會才會討論降息議題。點陣圖顯示2025年仍有兩碼降息空間，較9月預估的4碼砍半；長期利率則自2.9%升至3.0%。

Fed在最新季度經濟展望報告中，(1)大幅調升2024年經濟預測至2.5%、2025年至2.1%。(2)下調2024-25年失業率至4.2%、4.3%。(3)大幅上修通膨預期，2025年核心PCE通膨率自2.2%大幅上修至2.5%，達到2%央行目標的時間則由2026延後至2027年。值得注意的是，通膨上修幅度甚至超過經濟成長率，而在Fed所公布的官方文件中，提及通膨風險的次數亦由9月的3次大幅提高至15次，已接近2022年的高峰水準，顯見通膨風險在Fed關注項目中地位的大幅拉升。

展望2025年，Fed降息速度雖將有所減緩，但由於目前央行利率距離中性利率仍有一段距離，令Fed仍有緩步降息的空間，對整體債市仍將有所助益。不過，川普上任將提高關稅的舉動，勢必會挫傷部分國家的經濟表現，加上美元的強勢，可能不利於部分新興市場債的表現。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。

Fed 最新季度經濟展望					
項目	12月經濟預測中位數				
	2024	2025	2026	2027	長期
實質GDP成長	2.5	2.1	2.0	1.9	1.8
上次(9月)看法	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
失業率	4.2	4.3	4.3	4.3	4.2
上次(9月)看法	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
PCE通膨率	2.4	2.5	2.1	2.0	2.0
上次(9月)看法	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
核心PCE通膨率	↑ 2.8	↑ 2.5	2.2	2.0	2.0
上次(9月)看法	2.6	2.2	2.0	2.0	2.0

資料來源：FED



資料來源：Bloomberg, 2024/12/20

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。