

DeepSeek 衝撞科技股估值，川普新政效應待觀察

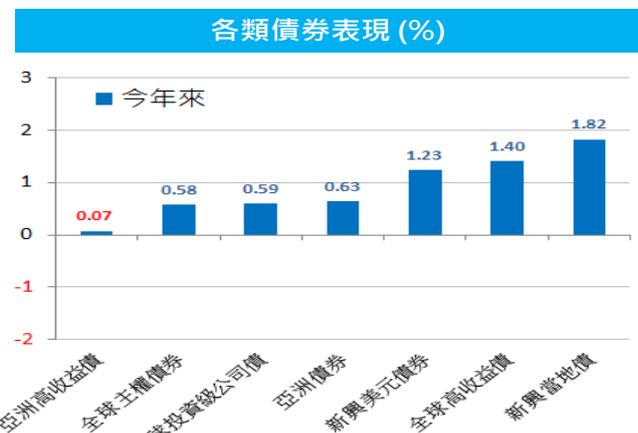
2025 年 2 月

受惠於美國通膨數據低於預期，而川普就職演說也未有意外演出，即便因為 DeepSeek 橫空出世衝擊科技股估值，加上川普威脅對加墨中等提高關稅而令元月市場波動加大，但整月全球股債市仍震盪收高。至 1 月 31 日止，當月全球股市上揚 3.3%，其中以拉美股市跌深反彈 9.4%、歐洲利多匯集上揚 6.8%，表現最佳，而新興市場中的印度、東協則因外資抽離而敬陪末座。此外，元月美國 10 年期公債殖利率一度衝高至 4.80% 後回落至 4.55% 附近，也令當月各類債券皆受惠上揚。除了亞洲高收益債原地踏步外，其他各類債券表現多在 0.58%~1.82% 之間，其中新興當地債因美元轉弱而表現最佳。

元月份 FOMC 決議維持基準利率不變，已在市場預期中，會後聲明調整對就業及通膨的措辭，反應近期就業動能回溫、通膨放緩步伐略見停滯的現況。儘管措辭有所調整，主席鮑爾稱政策態度並非轉向鷹派，僅是回應現行的經濟現況；至於投資人關心的川普關稅、移民等政策的影響，鮑爾未正面回應，僅稱具有巨大的不確定性，對經濟活動的實質影響仍需要較多的時間來評估。由此看來，未來一季利率持平的機率較高，下次降息的時間點可能延後至年中。

春節期間擾動市場最大的非 DeepSeek 莫屬。這家中國新創公司號稱以極低的訓練成本打造出 AI 模型，造成轟動也引發諸多猜測，但成功的將市場關注焦點從「高階昂貴」的大模型轉變成「低階便宜」導向產品，預料將可加速 AI 普及至應用層面。科技類股中期看好的方向不變，但部分評價過高的公司也將面臨一定的壓力。

元月中旬開始公布的美股第四季財報表現優異，企業獲利年增幅自原先估計的 7% 跳增至 10% 以上，其中科技、通訊、金融是表現最佳的族群。預期進入 2025 年更將有站穩雙位數成長的態勢。即便如此，我們還是得提醒，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的難度。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，仍可望帶動股市的中長期表現。以區域股市而言，日股與台股仍是此波科技熱潮中不可或缺的要角，而歐洲股市則可望受惠於 ECB 的持續降息、俄烏戰爭可能停火，以及德法政局動盪後可能帶來的擴大財政刺激措施，或是另個被忽略的黑馬。



資料來源：Bloomberg，至 1 月 31 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：第四季財報優異，經濟穩健但通膨擔憂浮現

標普 500 指數第四季企業獲利在財報揭露前預估增長 7.1%，近期調升至 10.1%，目前財報公布比例占市值五成，有 78.8% 公司優於預期，僅 16.2% 公司不如預期，整體表現優異。近期盈餘成長重點仍在科技，但非核心消費與醫療產業的獲利成長已經拉升。

川普就職演說後簽署 78 道行政命令，接著宣布對中、加、墨等國課徵關稅，但又閃電暫緩對加拿大與墨西哥的課稅。目前川普動用的是國際緊急經濟權力法(IEEPA)，賦予總統在緊急狀況下調整貿易政策的權限，重點在於解決毒品及移民問題，而全球性的關稅談判涉及貿易法與貿易擴展法，預料將需要更長時間蒐集資料才會啟動。故預計其他國家的關稅將在第二季、甚至第三季陸續啟動談判，屆時將對美國通膨產生實質影響。

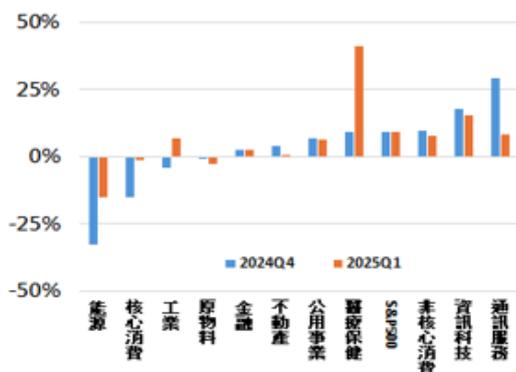
供應管理協會調查顯示，美國製造業 PMI 從 2024 年 12 月的 49.2 升至 2025 年 1 月的 50.9，新訂單增長更達到 55.1，而庫存下降幅度更大，價格壓力加劇來到 54.9，也印證聯準會對通膨的擔憂。

標普 500 本益比來到接近 25 倍，評價偏高讓市場波動加劇。科技股近期因 DeepSeek 發布低成本 AI 模型造成半導體類股拉回，然而小規模 AI 模型過去早就是科技龍頭發展項目之一，故 DeepSeek 只是顯示 AI 發展仍具有多種可能性，且小模型因成本優勢、可滲透不同市場、幫助 AI 加速普及，AI 產業高成長趨勢不會因此改變。

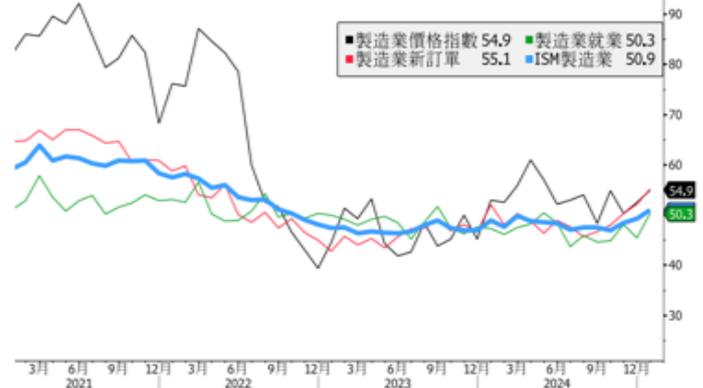
在科技龍頭財報部分，Tesla 表現不如預期，營收僅比去年同期的 251.7 億美元成長 2%，其中汽車營收自去年同期 215.6 億美元下降 8% 至 198 億美元，但發電與儲電部門成長；Meta 財報優異，第四季營收年增 21% 至 483.9 億美元，第四季盈餘年增 49% 至 208 億美元；Apple 第四季盈餘年增 7.1%，服務部門的成長抵消 iPhone 銷售放緩和全球智慧型手機市場飽和的影響。

參考川普第一次任期，對如邊境牆等具爭議性政策，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，近期美國對加拿大、墨西哥的關稅在生效前臨時宣布暫緩，並進入談判階段，再次顯示川普政策具靈活彈性。考量美國經濟體質仍佳，若市場因川普政策陷入恐慌，可利用拉回時機分批布局。

標普500產業盈餘增長率



美國ISM製造業指數



資料來源：彭博

歐洲股市：歐洲央行降息，德法政治問題或有機會緩解

歐元區 2025 年 1 月製造業採購經理指數回升到 46.6，雖仍低於 50 但出現改善跡象，且德國、法國、英國都出現顯著反彈；歐元區 1 月服務業 PMI 為 51.4，較前一個月小幅走低，但仍處於擴張區間。市場原先估計川普政府可能對歐洲商品加徵關稅，使歐元區製造業復甦前景存在不確定性，但從川普上任初期的行動解讀，美歐關稅仍有談判空間，且川普對歐洲要求著眼於增加軍費支出與能源採購，美歐談判預估仍能達成共識。綜合來看川普當選對歐股並非全然以負面解讀。

歐洲央行於 1 月利率決策會議再度降息，調降三大利率區間，將基準存款利率下調 1 碼至 2.75%，強調經濟成長風險仍偏向下行。ECB 關注歐元區經濟動能疲軟，行長拉加德表示目前利率水準具有「限制性」，顯然未來降息還有空間。由於 2024 年德、法政府倒台，企業和消費者信心受挫，歐元區經濟陷入停滯，若德國新內閣能迅速產生，法國 2025 年財政預算案順利通過，可視為歐股利多。

德國將於 2/23 舉行大選。近期梅爾茨帶領基民盟與基社盟 (CDU/CSU) 組成的聯盟黨在國會提出移民政策動議，要求強化當前邊界管制與對難民的拘留措施，德國未來將可能在歐盟內實施邊境永久管制，梅爾茨在極右翼政黨德國另類選擇黨 (AfD) 和自由民主黨 (FDP) 支持下推動法案，引發支持者譁然。就近期民調觀察，基民盟與基社盟支持率達三成遙遙領先，另類選擇黨則以兩成支持率居次，若兩者聯手篤定拿下執政席次，但與極右派合作且驅趕移民與梅爾茨過去理念不合，必將引發支持者與歐盟的反彈，故德國總理大位的歸屬仍有變數。

美國總統川普 1/31 表示，已經跟俄羅斯「非常嚴肅地討論」烏克蘭戰爭議題，而且他和俄國總統普京可能採取「重大行動」、結束這場持續近 3 年的衝突。川普對媒體表示，他將會與普京進行對話，我想也許會做出重要的決定。他也再次強調「倘若當時的總統是我，戰爭就不會爆發」。不過川普沒有透露是誰代表美方與俄羅斯方面接觸，只強調雙方「正在談」。預料戰爭結束將可降低歐洲地緣政治風險，可視為歐股一大利多。

泛歐 600 指數本益比約 14.9 倍，股價淨值比約 2.1 倍，預估 2025 年盈餘增長來到 8.4%，較 2024 年的 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，近期市場表現以醫療保健族群較佳，主要關鍵仍是美國關稅仍有談判空間。若歐股因川普關稅回跌，可以長線角度逢低承接。

歐洲製造業採購經理人指數



歐洲服務業採購經理人指數



資料來源：彭博

日本股市：日銀升息 1 碼，薪資調升趨勢預期持續

2024 年的日本觀光旅遊產業迎來破紀錄的 3687 萬名外國遊客，年增幅達 47.1%，更比疫情前的 2019 年高出 15.6%。觀光廳報告提到，外國遊客 2024 年在日本當地的消費總金額達到 8 兆 1395 億日圓，比 2023 年增長 53.4%，其中「消費貢獻度」最高的觀光客來自中國，合計消費 1 兆 7335 億日圓。然而，觀察中國觀光客人次，即使到 12 月僅約 60 萬人次，仍遠低於疫情前高峰單月百萬人水準，顯示 2025 年中國觀光客不論是人次或是消費貢獻，都還有大幅提升空間。

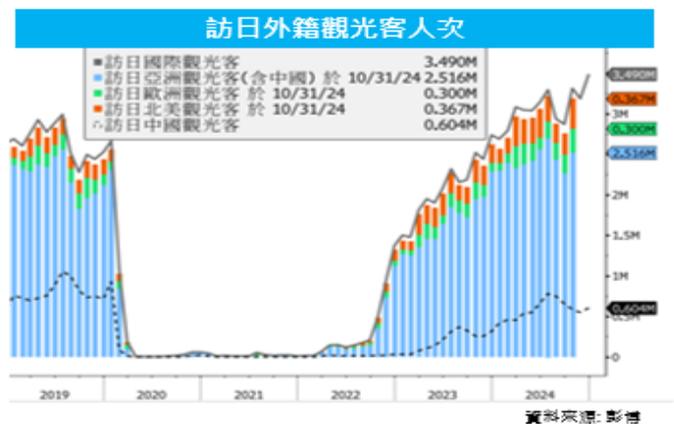
2024 年日圓走勢趨貶，但預料在央行重啟升息後日圓將回歸區間整理。日本最大工會「日本勞動組合總連合會」(Rengo) 表示，2025 年春季勞資談判 (春鬥) 將有至少加薪 5% 的提案，而代表零售、餐飲、紡織等產業的日本多產業工會組織 UA ZENSEN 正爭取在為全職員工加薪 6%、為兼職員工加薪 7%，超過日本最大工會(Rengo)設定的 5% 基準目標。薪資提升將可支撐日本消費。

日本央行 1 月利率決議將政策利率上調一碼至 0.50%；總裁植田和男重申，若經濟情勢符合預期，則央行將再度上調利率因應，同時，稱有信心今年春鬥加薪取得好的結果，研判日銀最快或再度於 4 月升息，預估 2025 年仍有 1-2 碼的升息空間。

台積電在熊本縣菊陽町的第一工廠開始量產，將製造日本目前最先進的 12 至 28 奈米製程的邏輯半導體，而不單是半導體，整體日本製造業都出現回溫跡象，2024 年 11 月民間核心機械訂單金額(不含船舶、電力)較前一個月份增加 3.4% 至 8,996 億日圓，連續第 2 個月呈現增長，和去年同月相比大增 10.3%。

本田與日產預計最晚於 2025 年 6 月正式合併。長期與日產有合作關係的車廠三菱 (Mitsubishi) 也可能加入，三方合併後將重新調整全球產能布局，也意味將以裁員、縮減產能來降低生產成本。由於川普將取消電動車補助，預料全球老牌車企將大砍電動車研發預算，有利日本車企在 2026 年的表現。三菱汽車公司社長加藤隆雄透露，最快將於 2 月宣布是否加入本田和日產汽車正在進行的經營合併。日本車廠為因應川普關稅正在擴充美國產能，預料結盟將可大幅降低營運成本。

日本傳統製造業受美、中景氣牽動，但半導體產業復興可望打造全新產業供應鏈，觀光業表現強勁且 2025 年預估持續成長。TOPIX 指數在 2025 年獲利增長估計 7~8%，目前本益比維持在 15.2 倍，大致就在過去十年均值位置。考量 2025 年成長性明確，仍可關注日股低檔承接機會，估計財報公布期間將提振市場樂觀情緒。



新興亞洲：川普關稅持續發酵，亞股中長期看法正面

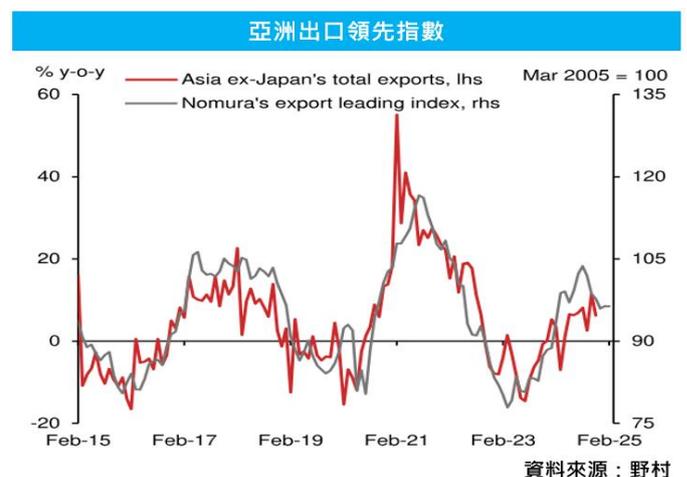
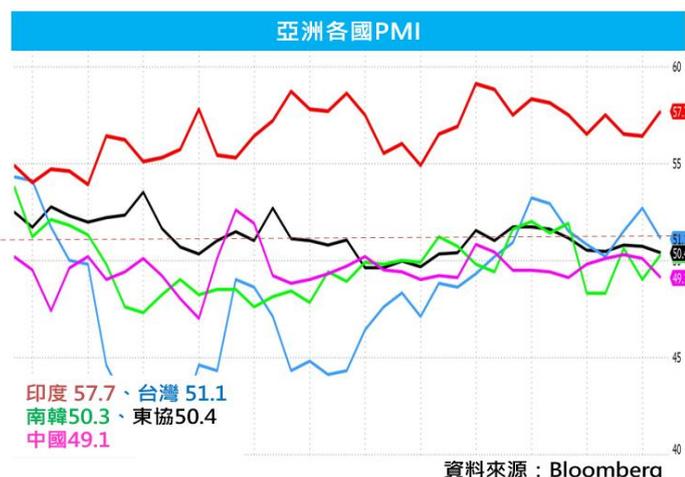
亞洲股市在元月持續整理格局，截至 2/4，亞洲不含日本指數(MXAPJ)一個月下跌 1.00%，市場仍在對川普上台後的政策做反應，亞洲股市各自表現。中國股市由於川普加徵關稅的幅度低於預期，上證指數單月上漲 1.22%，國企指數也上漲 3.14%。台灣股市在封關後遭遇 DeepSeek 以及晶片關稅的影響，回吐之前漲幅，單月下跌 0.93%。南韓股市在政局穩定之後，逐漸走出陰霾，KOSPI 指數單月上漲 0.49%。東南亞股市整體表現平平，MSCI 東南亞指數單月下跌 0.19%，但各國差異頗大。東協五國中，菲律賓下 9.46%跌幅最大，其他國家則下跌 1~3%，僅新加坡股市上漲 1.58%。印度股市繼續測底，SENSEX 指數單月下跌 2.51%，不如預期的財報引發外資拋售是主要原因。

亞洲各國製造業 PMI 數據大致都維持擴張，臺灣製造業 PMI 在 1 月持續揚升，但來到三個月來的低點，可能與去年春節假期落在二月的基期效應有關，暫時還不用擔心。南韓的 PMI 保持在 50 上方，來到 50.3，景氣增速緩慢擴張。受春節假日臨近、企業員工集中返鄉等因素影響，中國官方 1 月份製造業 PMI 為 49.1%，低於預期的 50.1%，並且為去年 8 月以來最低，刺激政策公布至今，雖有部分效果，但始終沒有太好的成績單，是未來的不確定因素。東協 1 月製造業 PMI 由 50.7 降至 50.4，顯示在需求減緩和市場樂觀情緒下滑的情況下，製造業僅維持微幅成長。印度的 PMI 仍是亞洲表現最好的國家為 57.7，再加上印度將推出的減稅政策，內需可望繼續帶動印度 GDP 成長。

在川普上台之後，由加拿大以及墨西哥的事件上，我們可以看出關稅不確定性並沒有消失，反而更加甚囂塵上，而亞洲各國多是對美國有大量出超，可以預見的就是川普政府勢必也將對亞洲國家利用關稅大棒作為籌碼，進行談判。然而我們認為影響最大的時間點，多會在關稅談判剛公布的時候，而後將互相妥協並取得折衷方案，但以目前各個國家都採各自談判，整個影響的時間將會拉長。

DeepSeek 的事件，讓企業對 AI 的需求蒙上陰影，但我們認為在安全性的考量下，美系公司不太可能大規模使用中國的模型，因此 2025 年的雲端服務商對高階晶片需求仍將維持，這也讓東北亞的出口不至於受到太大的影響，甚至台日韓將成為「AI 算力圍堵網」的關鍵盟友，在關稅談判上反而且得優勢，近期的野村亞洲出口領先指數因為關稅有些下滑，但上升趨勢仍保持。

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可能放緩，但仍穩健。東北亞持續受惠於 AI 帶動相關產業需求。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。



台灣：晶片關稅是最大不確定性，但不影響成長趨勢

標普 1 月台灣製造業 51.1，保持擴張，連 10 月處在 50 上方，但較上月的 52.7 下滑，擴張速度也降至去年 11 月以來最慢。產量和新訂單的增幅同時減緩至去年 11 月以來最小，此為 1 月 PMI 指數下滑的關鍵。企業表示在當期銷售仍保持熱度，但接單成長的動能卻顯然受到抑制。數據顯示。隨着產量和新訂單的增幅收斂，企業小幅地精簡人力，就業指數因而下降。不過，業者看好未來，信心指數較上月增強，減少聘僱應該只是暫時的，價格指數下降，通膨持續下滑。

製造業景氣雖然放緩但仍擴張，廠商依然充滿信心，然而美國未來的關稅政策很可能發生變化，未來仍可能有變數。

就 12 月出口的數據來看，動能成長可期，台灣 12 月出口 435.9 億美元，為歷年單月次高，月增 6.1%，年增 9.2%，連 14 個月正成長。11 個品項中 10 個增加，資通與視聽產品、電子零組件出口各增 16.0%、8.6% 為主力，HPC 及 AI 等應用商機熱度延續；雖一月出口可能因春節效應而下滑，但一、二月合計的成長率可望保持穩健。

台灣 Q4 GDP 優於預期，可望逐步走高，去年第 4 季台灣 GDP 年增 1.84% 為近期低點，主要是受到高基期的影響，但仍優於主計總處預測的 1.72%。展望未來，雖外部需求偏弱，加上川普可能加劇美中角力等地緣政治不確定性，料將持續干擾出口及投資。但台灣出口受惠於全球供應鏈重組，以及 AI 成長趨勢，台灣經濟可望落底以後逐漸走高。

目前最大的變數仍是在美國的關稅，川普在農曆年期間重申對非美半導體課征關稅，但沒有公佈細節，影響有待評估。然台積電前十大客戶中有 8 位是美國公司，加上台積電的技術優勢，若課徵關稅，極有可能轉嫁在代工價格上，最終反映在輸往美國的終端商品，對美國並沒有太大好處。估計川普主要目的是希望台積電加大赴美投資規模，關稅只是手段，初期可能引起修正，但不影響成長趨勢。此外，為因應 DeepSeek 小成本模型的發展，市場傳出白宮正研擬擴大 AI 晶片的出口禁令，如果擴大到之前未受管制的降級晶片如輝達的 H20，相關供應鏈可能會受到影響，或為短期利空。

我們認為由於台灣在半導體相關供應鏈的優勢，科技類的關稅有轉嫁的空間，不影響中長期趨勢，短期外資賣超，但內資撐盤，資金及籌碼面沒有太大的問題。中長線仍受惠於半導體的長期趨勢，建議可中長線持續布局。

標普台灣製造業PMI



資料來源：S&P Global

台積電前十大客戶

公司	營收占比%
蘋果公司	25.18 %
輝達	10.11 %
聯發科技股份有限公司	7.15 %
博通公司	6.45 %
高通公司	6.45 %
超微半導體公司	5.54 %
英特爾	3.91 %
索尼	1.92 %
Marvell Technology Inc	1.45 %
亞馬遜公司	1.16 %

資料來源：Bloomberg

拉美股市：巴西通膨與財政施疑慮仍在，但美暫緩墨國商品關稅

標準普爾全球巴西 1 月製造業 PMI 由去年 12 月的 50.4 微升至 50.7。不過，由於業者對於該國財政、貨幣政策的擔憂產生負面影響，致使新訂單成長創 13 個月以來最低，而產量分項也大致呈現停滯，結束了連續 4 個月擴張。同時，最新數據也顯示廠商成本壓力因匯率走勢而加劇。

巴西去年 11 月的零售銷售額年比成長 4.7%，與 10 月的年比增長 6.7% 比較有不小落差。去年 1~11 月與前年同期相比則成長 5%。11 月零售額增幅放緩強化了市場對巴西經濟放緩的看法，考量到今年經濟面臨的不確定性，未來該國零售銷售的可能出現降溫跡象。

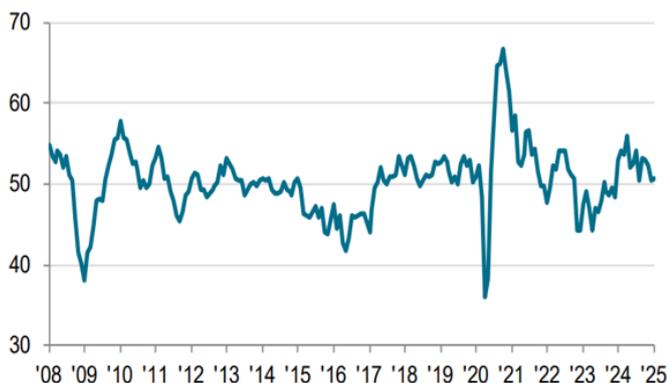
以巴西的整體經濟數據來看，通膨仍是最大問題所在。截至 2024 年底，巴西全國廣義消費者物價指數 (IPCA) 上漲 4.83%，該數據率高於國家貨幣委員會 (CMN) 設定的目標上限 4.5% (目標區間為 3% 加減 1.5%)。其中，價格分項中壓力最大的是食品、燃料和住房等基本領域，直接影響了巴西家庭的生活成本。該國央行每週最新 Focus 調查顯示，截至 1/24 為止，經濟學家對今 2025 年通膨預測中位數在短短一週內由原先的 5.08% 大幅跳升至 5.50%，突顯該國央行對於物價的控制受到政府財政移轉等措施削弱影響力。這也意味著，在原物料價格波動和疫情後影響等全球經濟情勢下，該國貨幣和財政政策仍面臨挑戰，政府仍需要提出具體可行的措施以防止未來幾年通膨進一步升級的重要性。

巴西央行新任行長加利波洛 (Gabriel Galipolo) 上任後主持的 1 月下旬今年度第一次貨幣政策會議決議將該國基準利率 (Selic Rate) 提高 4 碼 (1%)，同時也承諾將在 3 月的下次決策中再次進行同等幅度的升息。自去年 9 月以來，該國央行已將借貸成本提高了 2.75%。據統計，Selic 利率每增加 1% 就意味著財政部在公債方面需要額外花費約 500 億雷亞爾 (約合 85 億美元) 的成本，這也凸顯了政府在控制食品價格飆升和公共債務不斷增加方面所面臨的難題。

上述情況說明市場對於巴西通膨前景看法持續惡化，預期將使該國籌措債務成本增加，進一步拖累政府負擔。此外，川普對中國的關稅已於美東時間 2/4 凌晨正式實施，巴西原物料出口也將間接受到川普對中關稅所拖累。不過，川普在 2/3 宣布暫緩一個月實施對於原訂 2/4 起將對墨西哥課徵 25% 的措施，舒緩了對於墨國經濟可能帶來的負面影響，但後續進展仍需觀察。

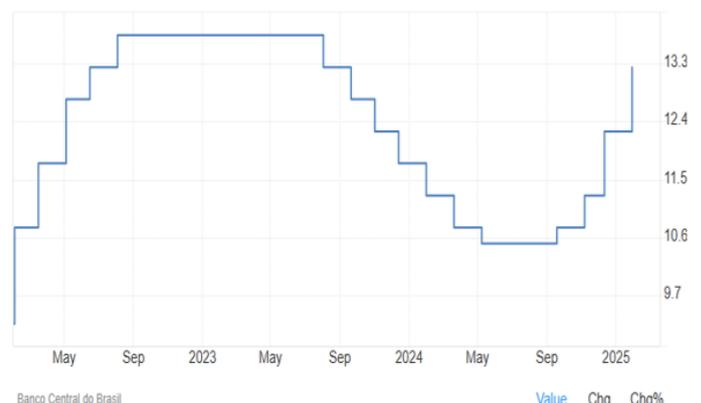
巴西製造業 PMI

sa, >50 = growth since previous month



Source: S&P Global PMI.

巴西指標利率 Selic Rate



資料來源：Tradiingconomics

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。

科技：需求保持成長，DeekSeek 並非全然負面

企業加大 IT 資本開支帶動科技需求，高盛編制的企業整體 IT 支出指數進一步上升至 79，擴張速度加速。其中，64%的受訪者預計 2025 年上半年支出會增加，雲端及 AI 使用量也進一步擴張，預計 16%的雲端工作負載將使用生成式 AI。隨著企業持續利用人工智慧來保持競爭地位，雲端基礎設施的需求可能會進一步加速，並帶動科技相關需求。

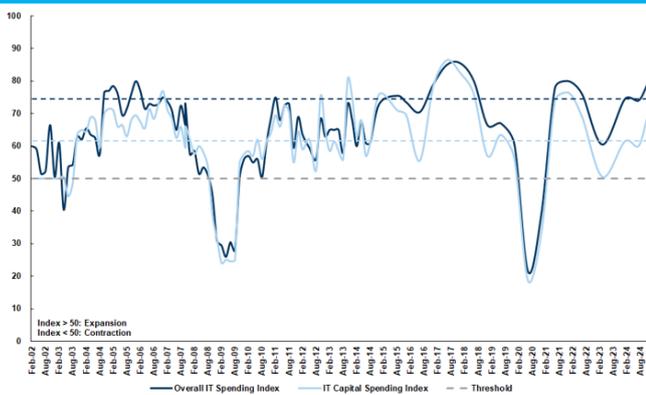
四大雲端服務商陸續公布財報，亞馬遜 AWS、微軟、Google、Meta 等四大美系 CSP 今年將續砸重金擴大 AI 基礎建設。主要受到生成式 AI 市場需求快速發展、AI 模型研發競爭加劇及擴大 AI 基礎建設等三大因素驅動。預計 AI 伺服器將佔 2025 年總伺服器出貨量的 20-25%，高於 2024 年的 15%。2025/26 財年雲端資本支出將分別年比增長 24%/11%，是主要的成長動能。

除了雲端供應商之外，企業也在增加相關服務的使用。高盛調查顯示，有越來越多的企業將資料放在雲端並與 AI 整合。隨 AI 解決方案的日益普及，這也帶動了資料移往雲端的趨勢。公司使用 AI 並結合雲端的使用正在增加，高盛所調查的企業中，未來 3 年的 AI 預算將由 5%增加至 13%。

除企業端之外，終端使用 AI 的情形也在逐漸稱加，預計 2025 年 PC 出貨量將成長 4%，AI PC 對銷售有一定的加速效果，但尚未大增。企業換機需求相對樂觀，不論是從企業 IT 的資本開支調查或是 Windows 10 的換代需求都會增加 PC 銷售，但企業對更換成 AI PC 的看法相對保守，AI PC 的需求成長仍需要靠個人。2025 年還不是 AI PC 的爆發年，但之後隨著 AI 模型進化、相關應用軟體、作業系統完善、處理器推陳出新，價格降低之後，滲透率可望逐步提升，IDC 預估 AI-PC 出貨量將以 61% 的複合年增長率成長，並在 2028 年滲透率超過 9 成。

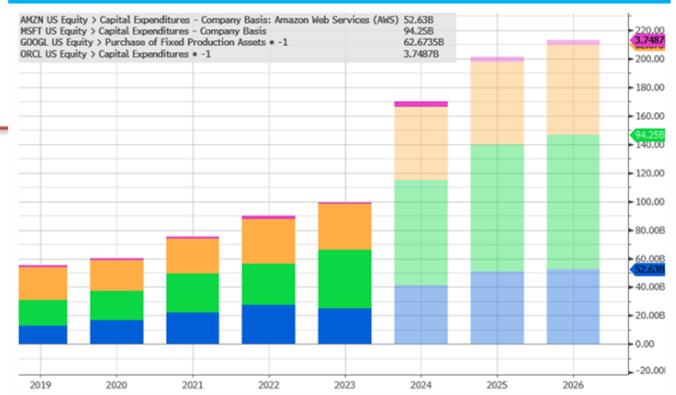
近期的 DeepSeek 事件擾亂了科技股，它以極低的成本實現尖端的 AI 性能，這讓投資者對 AI 晶片需求是否能高速長存疑，導致輝達等半導體股修正，但 DeepSeek 目前陷入了盜用 OpenAI 模型的爭議之中，加上開發成本可能少計了違反禁令輸往中的晶片，故實際影響仍有待確認。假設 DeepSeek 便宜的 AI 開發成本為真，成本大幅下降將有助於 AI 需求與應用全面爆發，並讓雲端服務供應商的成本降低，軟體股可望受惠迎來大幅成長。此外我們認為在安全性的考量下，美系公司不太可能快速地大規模使用中國的模型，因此 2025 年的雲端服務商對高階晶片需求仍將維持，AI 晶片股在 CSP 削減資本支出之前，2025 年的營收及獲利的影響不大，我們對科技股的看法依然保持樂觀。

高盛企業IT支出指數



資料來源：GS

雲端服務商資本開支續增



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。

We Create Fortune

能源類股：全球原油供過於求料影響中期油價動能

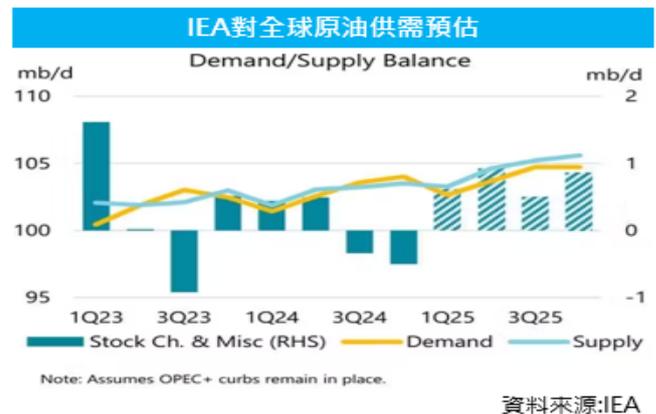
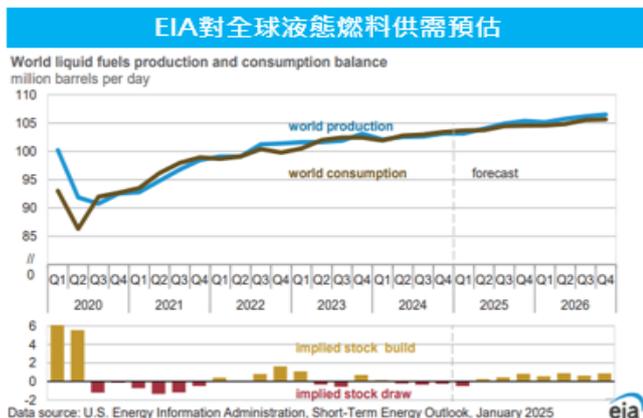
美國能源署(EIA)預測今年全球液體燃料消費量將增加 130 萬桶/日，高於去年增長 90 萬桶/日(估)。另一家能源機構-國際能源署 (IEA) 則將今年全球原油需求增幅預估下調 5 萬桶/日至 105 萬桶/日，惟亦高於去年需求成長量 94 萬桶/日，因於經濟前景略有改善。此外，OPEC 最新月報則預估今、明兩年石油需求大致將增加 145 萬桶/日，在三大能源機構中相對樂觀。

在供給方面，EIA 認為 OPEC+ 今年稍後的減產放緩政策將使該組織原油產能較去年平均增加 20 萬桶/日，OPEC+ 以外國家產油量也將較去年進一步成長 160 萬桶，推升今年全球液體燃料產量年比增加 180 萬桶，較去年的增加 50 萬桶/日更多。產能成長仍將由 OPEC+ 以外的美國、加拿大、巴西推動。另一原油機構 IEA 同樣也預估今年全球石油供應量將較去年增加 180 萬桶/日，達到 1 億 470 萬桶/日，而 2024 年增加幅度則為 66 萬桶/日。

美國財政部 1/10 宣佈對俄羅斯石油和蘇爾古特兩企業旗下子公司和為其運油的 183 艘運油船實施制裁。高盛估算去年上述兩家石油巨頭的石油海運出口量合計接近 100 萬桶/日，而前述措施使得美國、英國和歐盟制裁的俄羅斯油輪數量合計達到 270 艘。高盛估計俄國影子船艦約有 1300 艘，目前約有 12% 的船艦遭到制裁。若以運輸量計算，約有 170 萬桶/日的原油和產品受影響，佔俄羅斯出口量的 25%，其中絕大多數是原油。即便如此，高盛預期由於俄羅斯石油生產成本極低，因此可降價激勵影子船隊繼續運輸，而對價格具高度敏感性的買家仍具極高吸引力。儘管川普或許不會在就職後立即放鬆對俄國的制裁，但可能將其作為俄烏停戰的談判籌碼，因此後續可留意談判進展。

EIA 認為 OPEC+ 將在今年 Q2 開始增產，OPEC+ 以外國家產量成長也將持續。同時，石油需求成長相對疲弱，這將導致今年中期至明年全球石油庫存開始累積，預估 2025 年平均增加 30 萬桶/日。此外，IEA 於 1 月月報仍認為，供給仍持續增加，除非發生重大供應中斷，否則石油市場今年將面臨供應過剩。EIA 與 IEA 兩大機構對於原油供過於求存在普遍共識。

在全球產量增長超過需求的環境下，未來兩年油價恐將面臨壓力。EIA 最新短期能源展望預計，今年布蘭特原油價格將下滑至每桶平均 74 美元，而明年更將跌至每桶 66 美元。此外，根據 Bloomberg 的統計，目前分析師預期能源類股在今年前兩季的獲利表現仍居所有類股之末，今年第 2 季甚至可能是 S&P500 中唯一 EPS 年比衰退的產業。就基本面來看，不論是美國未來計劃額外增加日均 300 萬桶原油的等量能源的政策，及 EIA 與 IEA 認為今年整體供過於求及 EIA 認為油價將逐季下滑等觀點來看，相關因素均可能影響油價中期動能。



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。

We Create Fortune

礦業類股：川普雖暫緩加墨關稅，但政策不確定性仍存

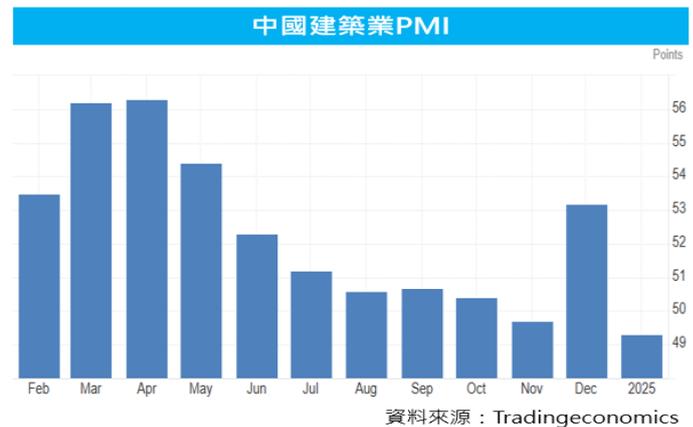
中國 1 月製造業 PMI 由 12 月時的 50.1 下降至 49.1，不但跌破 50 來到收縮區間，也扭轉去年 4Q 連續 3 個月的成長態勢。衡量主要原料購買和銷售價格水準的指數略見改善，但仍處於收縮區域。此次製造業 PMI 表現不如預期部分可歸因於今年農曆新年落在一月，長假因素導致淡季效應。若要判斷產業動能是否有所增長，須待 2 月數據出爐後合併觀察較為客觀。

衡量中國服務業的 1 月非製造業 PMI 也自上月的 52.2 降至 50.2，建築業 PMI 也因節慶前夕活動停滯，跌至 49.3，顯示建築業動能仍有待改善。此外，高盛 1 月報告顯示，中國 30 個主要城市新房日銷年增近 40%，16 個城市日均成屋銷售年增超過 50%。然而，銷量改善僅限於一線城市，且因中國房市政策重點在於保交樓，銷售量的回升不易轉化為新開工量的增加，對鋼鐵需求提振效果有限。

中國近來不同產業經濟活動呈現分化，即便是與銅、鋼等原物料需求相關的產業表現亦存在極大差異。目前看來汽車銷售與製造業、基建的固定資產投資保持增長，但房屋的固定資產投資與新屋開工表現仍不佳。中國新的設備升級、電子產品補貼及消費品以舊換新等計畫料對於原物料需求將帶來支撐，但中國房市對於原物料的動能影響仍料偏向負面。

另一方面，川普所主張的關稅政策對市場帶來極大的不確定因素。美國向全球其他國家進口了價值 320 億美元的鐵、鋼和鐵合金，或含有鐵和鋼混合物等原料。加拿大為向美國出口相關原料的最大國家，金額高達 70 億美元，其次為巴西和墨西哥。此外，美國去年從其他國家進口了價值 36 億美元的鋼鐵產品，來自於中國和加拿大的鋼鐵產品亦佔總量的 1/4 以上。上述情況表明，美國一旦完全按川普先前所言實現其關稅政策，對於美國經濟與原物料企業獲利並非益事。事實上，在川普第一任總統任期內，美國政府對進口鋼鐵徵收關稅，拜登上台後再將關稅加倍。即便如此，這些措施對於促進美國國內的鋼鐵業務收效甚微，曾是全球最大的美鋼公司在上任川普政府期間因財務陷入困境致使股價重挫便是明證。因此，若川普再度對鋼鐵課徵關稅，對礦業類股並無益處。

所幸，川普雖曾在 1 月底信誓旦旦將從 2 月初開始向加拿大、墨西哥課徵關稅，但又在 2/3 宣布暫緩一個月實施，使投資人鬆一口氣。然而，美國關稅大刀最終是否砍向墨加目前仍在未定之天，這也顯示川普當局政策具極高不穩定性。但於此同時，美國對於中國商品加徵 10% 的關稅已在美東時間 2/4 凌晨正式生效。美國與加拿大、墨西哥兩國同為民主國家陣營的盟友，課徵關稅的議題或可透過談判及加墨兩國政策配合，最終得到大部分的關稅削減，甚至維持目前零關稅的待遇。不過，以美中兩國目前在全球的霸權對抗已為不可逆的態勢來看，中國想全身而退卻是難上加難。



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：通膨數據低於預期，川普政策效應仍待觀察

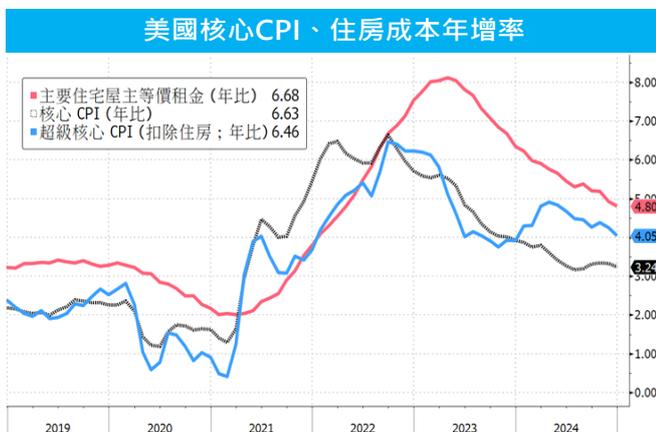
受惠於美國通膨數據低於預期，而川普就職演說也未有意外演出，令一度衝高至 4.80% 的美國 10 年期公債殖利率，掉頭回落至 4.50% 上緣，當月各類債券皆受惠上揚。至 1 月 31 日止，除了亞洲高收益債原地踏步外，其他各類債券表現在 0.58%~1.82% 之間，其中新興當地債受惠於美元轉弱而表現最佳。

美國就業數據持續溫和擴張，12 月非農就業人數新增 25.6 萬人，高於 11 月修正值 21.2 萬，也遠高於預期的 15.7 萬人，失業率也從 4.2% 略降至 4.1%。不過，12 月多項通膨數據都低於預期，如 12 月核心 CPI 年增率自 3.3% 降至 3.2%，為 2024 年 8 月以來新低；12 月住房指數年增率自 4.7% 降至 4.6%，創 2022 年 1 月以來最低，其他分項的漲幅亦普遍縮窄。扣除住房後的超級核心 CPI 年率降至 4.05%，為 2024 年來最低。此外，12 月 PPI 與核心 PPI 年增率雖分別升至 3.3%、3.5%，但皆低於預期的 3.5%、3.8%，為近期所少見。

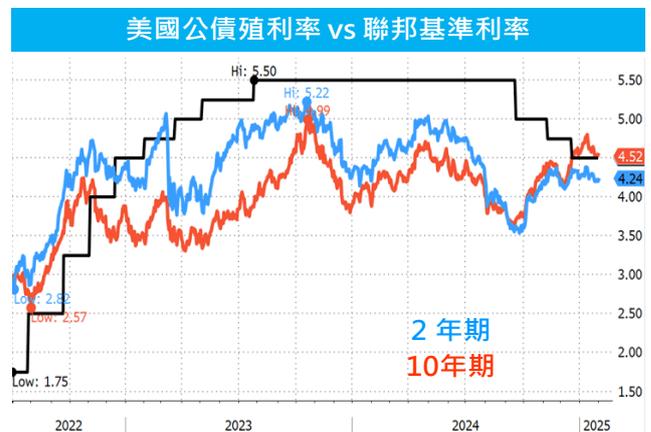
然而，對通膨仍不能掉以輕心。根據 1 月密大所做調查，消費者一年期通膨預期由初值 2.8% 上升至 3.3%，高於市場預期的 2.8%；5-10 年中長期通膨預期亦由 3.0% 上升至 3.3%，高於市場預期的 3.0%，長期通膨預期值 3.3% 更已創下 2008 年 5 月以來的新高，背後可能反應川普關稅帶來的效應與不確定性。此外，近期公布的 12 月 ISM 製造業與服務業雙雙優於預期，服務業分項中的商業活動指數創近三個月新高，支付價格指數更從 58.2 跳升至 64.4，寫下 2023 年 2 月以來最高。這顯示年底期間，佔美國經濟近七成的消費動能強勁，但也讓人擔心未來通膨持續攀升的可能性。

今年首次的 FOMC 決議維持基準利率不變，已在投資人預期中，會後聲明調整對就業及通膨的措辭，反應近期就業動能回溫，通膨放緩步伐略見停滯的現況。儘管措辭有所調整，主席鮑爾稱政策態度並非轉向鷹派，僅是回應現行的經濟現況；至於投資人關心的川普關稅、移民等政策的影響，鮑爾未正面回應，僅稱具有巨大的不確定性，對經濟活動的實質影響仍需要較多的時間評估。由此看來，未來一季利率持平的機率較高，下次降息的時間點或延後至今年中旬。

Fed 降息速度雖有所減緩，但鮑爾表示表示現行利率應仍高於中性利率水準，暗示 Fed 仍有緩步降息的空間，對整體債市仍將有所助益。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。



資料來源：Bloomberg, 2025/1/31



資料來源：Bloomberg, 2025/2/3