

總體經濟週報

從陸股反彈談美國政策向右轉的中場休息

顏承暉

fattiger@yuanta.com

邱元彥

yuanyen.chiu@yuanta.com

蔡諾安

Nuo.an@yuanta.com

評論

- **中國政策轉向與陸股反彈:** 近半年來，滬深 300 指數上漲近 20%，恆生指數更是飆漲逾 35%，主因: 1) 政府從去年 9 月起一系列財政與貨幣寬鬆貨幣政策；2) AI 企業 DeepSeek 的崛起激發市場信心；3) 放寬對民營企業打壓的預期。
- **中國經濟的結構性挑戰:** 中國經濟面臨資產負債表衰退導致的內需疲弱。中國政府多年來透過土地財政與高槓桿刺激經濟，但房市崩盤後，民間資產縮水、債務高企，資產負債表下行問題始終沒有解決。再加上地方政府收入因土地出讓收入下滑而受限，加上龐大的債務壓力，使其財政政策的空間受限。此外，中美利差擴大導致資金外流，人民幣貶值壓力增強，進一步削弱寬鬆貨幣政策效力。
- **美國政策向右轉換球員期開啟機會窗口:** 川普 2.0 財政瘦身、原油增產等政策，這將降低美國利率，使美中利差縮小，緩解中國資本外流壓力。此外，川普的關稅議程優先針對其他國家，中國暫時避開直接衝擊，使中國政府有空間放鬆對企業的監管。不過，一旦川普完成對中國貿易調查，貿易戰風險可能升高，中國仍需面對挑戰。
- **兩重點觀察機會窗口是否關上:** 儘管近期陸股反彈，但中國經濟的結構性問題尚未根本解決。地方政府財政空間有限，出口雖暫時未受美國新關稅影響，但貿易戰升級的可能性仍然存在。可從兩重點觀察機會窗口是否關上: 1) 4 月貿易調查結果何時出爐；2) 美國是否順利推進 TCJA 的延長令財政政策完成向右轉。
- **本週市場對美國經濟放緩的預期可能進一步升溫。** 除了川普政府持續推動政府瘦身及關稅相關政策外，即將公布的經濟數據或將顯示美國經濟在 Q1 明顯減速。部分減速可能與去年底企業因應川普 2.0 政策不確定性而提前採購有關，這將反映在週二 (2/25) 公布的經濟諮商會消費者信心指數下降、週五 (2/28) 發布的 1 月個人消費支出 (PCE) 轉為負成長。此外，本週五公布的核心 PCE 月增率應落在 0.2% 至 0.3% 之間，未顯示通膨加速跡象，再加上近期油價大跌，市場對通膨的擔憂預計將有所緩解。另一方面，德國於上週日 (2/23) 舉行國會改選，市場關注此次選舉是否導致更為分裂的議會，觀察焦點將放在主流政黨 CDU/CSU 和 SPD 是否取得足夠席次。此外，主計總處將於本週三 (2/26) 發布最新經濟預測。鑑於去年第四季經濟成長率與官方預測相符，預計主計總處將維持今年經濟成長率預測在 3.3%。

一、經濟觀點：從陸股反彈談美國政策向右轉的中場休息

政策利多、DeepSeek 崛起，陸股似乎曙光再現

2024 年 9 月底，中國當局推出一系列政策組合，先是中國人行行長宣布調降存款準備率及 7 天期逆回購操作利率，為維護資本市場穩定並提振投資人信心，人行更創設了兩項結構性貨幣政策工具，分別為證券、基金、保險公司互換便利以及專項再貸款，以大幅提升投資機構的資金獲取能力和股票增持能力，並引導銀行向上市公司和主要股東提供貸款。隨後，中共中央政治局罕見的在 9 月舉行經濟會議，並在會議中表態將發行超長天期特別國債，擴大財政刺激政策。一系列的大規模政策組合，意味著中國當局清楚的意識到達成經濟年成長 5% 目標的難度，提升投資人對當局持續加碼寬鬆財政與貨幣政策的預期，也激勵投資人對中國經濟下行趨勢緩和的信心，陸股開始攀升。

11 月初，中國財政部長藍佛安在人大常委會記者會上表示，從 2024 年起，中國將連續五年每年從新增地方政府專款中安排 8000 億元人民幣，專門用於化債，累計可置換隱性債務 4 兆元，同時批准 6 兆的新增債務限額。隨著近年來樓市萎靡，地方政府賣地收入減少，而鉅額的隱形債務，使得財政收入不足以償債，多傳出財政吃緊的新聞；人大常委會大規模化債，雖非直接將資金注入經濟，但能增加地方政府用於非償債的實際財政支出，這部分資金無論是用於直接與民生相關的財政支出或投資，均有望拉動有效需求的回升。

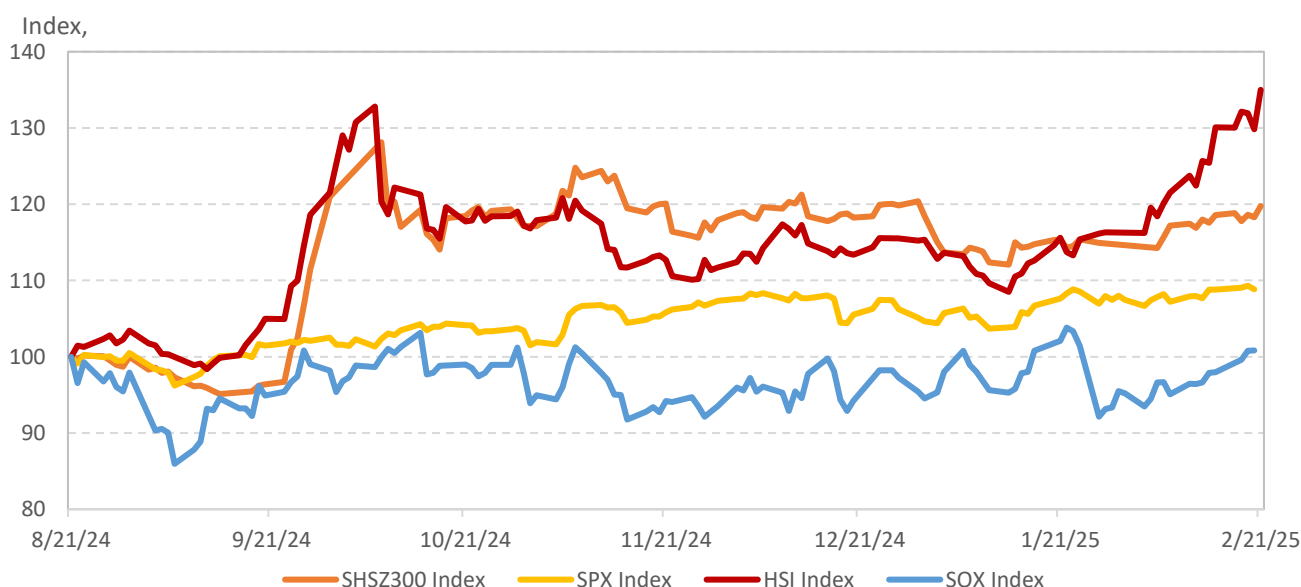
而今年 1 月底，中國 AI 新創公司 Deepseek 橫空出世，其 AI 助理成功躋身美國及中國 Apple Store 評分最高的免費應用程式，且公司僅用 560 萬美金完成開源式模型，實現美廠以數十倍經費打造的同等效能。DeepSeek 的迅速崛起，引起市場對美國的科技領導地位的擔憂，亦反映在投資人的投資組合上，資金快速流向中國 DeepSeek 概念股。

與此同時，習近平睽違六年再次召開民營企業座談會，親自表態支持民營經濟的訊息，尤其先前遭受嚴重整頓的阿里巴巴創始人馬雲出席，被市場視為政策轉向的積極信號，不僅激勵民營企業信心，也帶動股市新一波動能。

DeepSeek 崛起加上習近平個人態度轉向，激勵全球投資人的信心；最新公布的 2 月美銀美林基金經理人調查中，有 48% 的投資人預期中國經濟在未來 12 個月將加速成長，經濟信心睽違四個月首度成長；與此同時，中國經濟加速成長亦被基金經理人列為全球 2025 年風險資產的最大潛在利多消息，AI 生產力提升以及聯準會降息都屈居其後。

近半年以來，滬深 300 指數上漲近 20%，受惠概念股佔比較高的恆生指數，六個月以來更是飆漲逾 35%，遠超過標普 500 指數、費半指數。陸股似乎蓄勢待發，不過中國經濟真正走出陰霾了嗎？

圖 1：滬深 300 指數、恆生指數、標普 500 指數及費半指數標準化後走勢

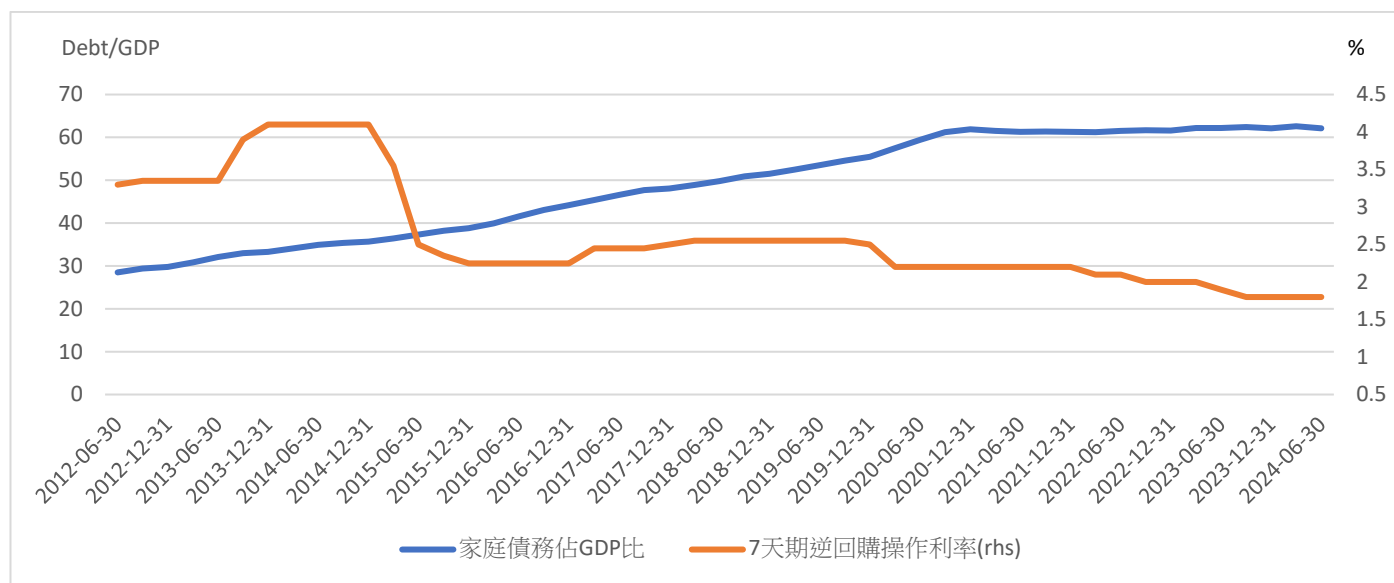


資料來源：Bloomberg、元大投顧

結構性問題未好轉，中國經濟尚未真正走出陰霾

在先前的分析中([元大戰情 9/26](#))，我們指出中國經濟存在資產負債表下行的結構性問題，即先前中國當局為追求經濟高速成長，維持貨幣寬鬆政策，過度放任地方政府、建商、企業加槓桿進行投資建設；長年以來透過土地財政的方式達成經濟成長目的，卻也使得中國經濟隨著房市崩盤而陷入危機。結合 7 天期逆回購操作利率（政策利率）以及國際清算銀行的家計負債資料可見，自 2020 年第三季起，雖人行持續調降政策利率，但家戶負債對 GDP 佔比成長卻放緩，顯示自中國政府推出「三條紅線」激進打房戳破房市泡沫，民間資產縮減、債台高築，且對經濟前景信心低落，即便中國政府屢屢降低借款利率，卻難以刺激國內借貸需求，顯見經濟已經陷入資產負債表的惡性循環，只能期望政府支出以及出口，成為經濟復甦的成長引擎。

圖 2：7 天逆回購操作利率及中國家計負債對 GDP 佔比

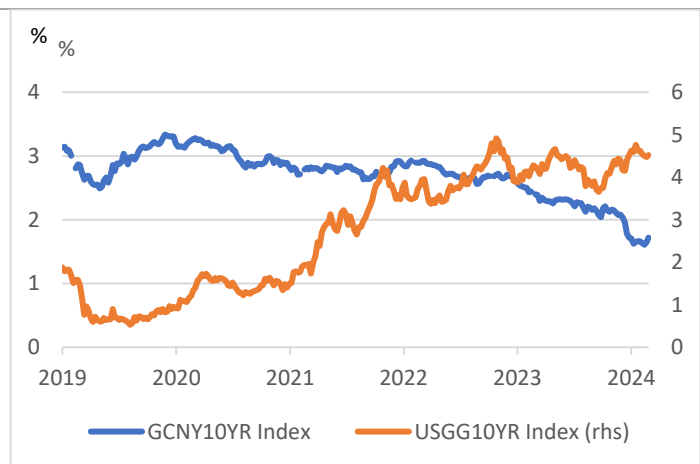


資料來源：BIS、Bloomberg、元大投顧

中國政府也的確採取極度寬鬆的貨幣和財政政策，不過在寬鬆貨幣政策方面，由於民間部門債台高築，民間需求已難以透過提高借貸便利度的方式提振，寬鬆貨幣政策的作用只剩下避免流動性危機；而財政政策方面，地方政府長期大規模發債、逐漸失控的隱形債務，加上房市崩盤後作為政府主要收入的「土地使用權讓渡收入」雪崩式減少，地方政府債務槓桿不斷升高，也限制了地方政府推出大規模財政政策刺激經濟的能力，使得政府的寬鬆政策難以帶動中國經濟復甦。

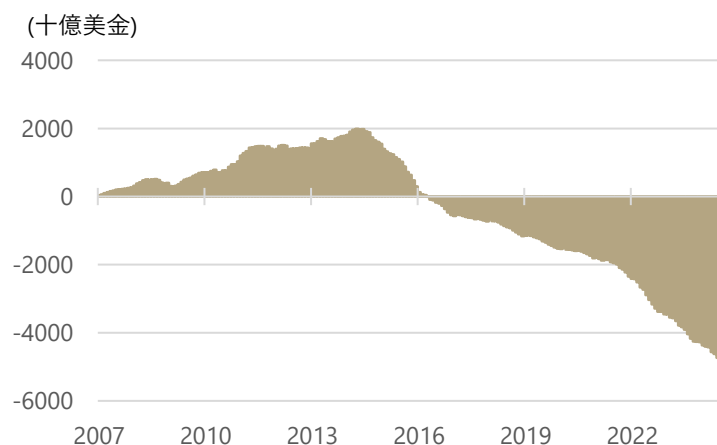
更嚴重的是，中國的資產負債表下行問題，使得央行必須維持低利率；不過拜登政府任內，美國政府過量政府支出，使得美國出現高利率與經濟一枝獨秀的奇蹟，美中之間利差不斷擴大(圖 3)，使得中國面臨巨大的資金快速外流危機(圖 4)，進而削弱寬鬆政策的有效性。

圖 3：中美利差



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：中國資金外流指數



資料來源：BIS、元大投顧

陸股反彈僅是美國政策右轉的機會窗口

中國當局為避免貶值預期及資金外流失控，只好採取嚴格的資本管制，與之相伴的就是對於企業的嚴格管制打壓。以螞蟥金服為例，2020 年底螞蟥集團計劃在上海和香港同步上市，如果成功將成為全球最大規模 IPO。然而，馬雲在金融峰會上公開質疑中國金融監管體系，並呼籲減少對創新的限制，引起習近平的不滿，直接下令暫停螞蟥上市；螞蟥上市終止後，被監管層整肅，被開罰超過 70 多億人民幣，馬雲更是避走海外。此後近三年，中國監管層對國內的金融科技巨頭進行強力的監管整頓，且針對目標還包括騰訊、百度、京東、字節跳動、美團、滴滴等各大互聯網平台推出的消費金融產品。平台整治進入常態化階段，使民企信心處於谷底，進一步拖累中國經濟復甦步調。

然而為什麼這樣對民營經濟的打壓在 2025 年就開始放寬了呢？其中一個原因在於美國從左翼政府到右翼政府換球員的過渡期讓中國可以鬆一口氣。

具體來說，隨著美國改朝換代、川普全面執政，政策向右轉，其財政瘦身、原油增產計畫下，很可能之後有比較低的利率令美中利差有機會縮小，再加上共和黨反移民的政策態度，且川普上任之初不分敵我的快速推進關稅議程，令包含日本在內的主要國家不得不引導匯率升值平息不滿，這些發展意味著短期中國對資金外流、人民幣貶值的壓力頓時放鬆，剛好給政府稍微放鬆企業監管的空間，而習近平召開民營企業座談，也顯示政策即將轉向。另一方面，而川普截至目前為止推出的關稅政策中，對中國加徵 10% 關稅的風險尚在可管控範圍，再加上根據我們先前的分析（[2/17 總體經濟週報](#)），由於現階段中國的進口關稅稅率已經低於美國從中國的進口關稅稅率，因此中國應不是川普對等關稅的首要目標。預期政府放鬆監管的同時，中美貿易戰又尚未開打，給了陸股反彈的機會。

結構性問題未好轉之下，本波陸股的榮景賞味期間可能有限

不過回到中國經濟的結構性問題，只要資產負債表下行問題尚未改善，經濟還是只能依靠政府支出跟出口。在政府支出方面，根據今年中國各省份陸續發佈的預算報告，「收支緊平衡」多次被提及，即財政收入及支出在短期內雖大致維持平衡，但並沒有餘裕保證長時間穩定。這也顯示，即便政府先前推出大規模化債計畫，目前房地產、金融等重點稅源行業放緩、外貿外資承壓，加上政府債務還本付息的剛性需求增長，大多省份仍面臨流動性問題，財政支出能夠騰挪空間有限；當推進地方隱形債務化解成為地方財政上的首要目標，預算的約束性以及投資彈性勢必受限。而近期中國財政部長藍佛安表示要提高財政赤字率，加大支出強度、安排更大規模政府債券等；雖然口號喊得響亮，但目前尚未看到具體且有效的財政政策，且在中國沈重的債務負擔下，能否支持政府大刀闊斧的財政政策，仍待持續觀察。

在出口方面，雖然目前中國不是川普對等關稅的首要目標，不過根據先前的分析，川普上任初期將優先推動政府瘦身、延長減稅法案等，當財政政策方向大致底定，且川普對中國的貿易調查完成，川普就可以騰出手來對中國開打貿易戰。考慮到川普總統在上任當日便簽署行政命令指示對中國是否遵守第一階段貿易協議做調查，預料 4 月該調查報告發布後，川普將可以在對等關稅外升級對中國的貿易戰。特別考慮到中國非關稅的不公平貿易措施與障礙相當普遍，且中美之間針對貿易問題還沒有有效的對話，可能演變成中國以外的美國貿易盟友在對等關稅威脅下主動降低對美國的貿易障礙，但中美之間貿易壁壘卻螺旋升高，加速中美脫鉤的格局，除了不利出口，更可能使得外資企業不再青睞中國市場，縮減對中投資金額，逐漸侵蝕中國的龐大製造業根基。總而言之，當換球員的機會窗口關上，預期中國資本市場又將回到結構性下行。

那又該怎麼去觀察這個換球員的機會窗口是否關上，我們認為可以從幾個面向著手：1) 4 月關於中國的貿易調查出爐後，川普政府是否開始啟動各種對中國的貿易談判與制裁，考慮到中國各種非關稅的貿易障礙(補貼、傾銷、市場准入、智慧產權盜用...)是引起西方各國不滿的關鍵，而這些措施又是中國經濟政策的根本，很難期待雙方會達成有意義的共識，因此一旦啟動貿易談判與制裁行動，螺旋升級的可能性不低；2) TCJA 是否順利延長，考量到川普政府必須有效的政府瘦身才能夠順利延長 2017 年減稅法案(TCJA)，這之前勢必有相當大的立法阻礙，不過一旦該政策議程順利推進，意味著美國經濟將從大政府思維轉向放手民間經濟的思維，有助於經濟活力與韌性的重建，這將給予美國更多貿易政策施展的空間。

二、一週經濟預覽：美國經濟放緩信號將令市場不安

儘管上週美股兩度創下歷史新高，但市場情緒卻趨於悲觀。恐慌指數 VIX 大幅上升，加上經濟數據全面疲軟，投資人對景氣是否仍具韌性產生疑慮。同時，聯準會因川普 2.0 政策的不確定性而放緩降息步伐，使得殖利率曲線趨於平坦化。

我們認為，本週市場對美國經濟放緩的預期可能進一步升溫。除了川普政府持續推動政府瘦身及關稅相關政策外，本週即將公布的經濟數據或將顯示美國經濟在第一季明顯減速。部分減速可能與去年底企業因應川普 2.0 政策不確定性而提前採購有關，這將反映在週二（2/25）公布的經濟諮商會消費者信心指數下降，以及週五（2/28）發布的 1 月個人消費支出（PCE）可能轉為負成長。此外，從已發布的 CPI 與 PPI 來推估，本週五公布的核心 PCE 月增率應落在 0.2% 至 0.3% 之間，未顯示通膨加速跡象，再加上近期油價大跌，市場對通膨的擔憂預計將有所緩解。

另一方面，德國於上週日（2/23）舉行國會改選，市場關注此次選舉是否導致更為分裂的議會，進一步延續政治僵局。觀察焦點將放在主流政黨 CDU/CSU 和 SPD 是否取得足夠席次，若需聯合更多小黨組閣，政治不確定性恐將加劇。

此外，主計總處將於本週三（2/26）發布最新經濟預測。鑑於去年第四季經濟成長率與官方預測相符，預計主計總處將維持今年經濟成長率預測在 3.3%。

本週重要的經濟數據包含：

- **1 月台灣貨幣供給 (週一，2/24):** 考量到國內景氣仍然穩健成長，製造業 PMI 顯示廠商對於未來六個月展望樂觀，非製造業 PMI 續處 50 以上，加上 12 月全體貨幣機構放款與投資成長率高於 M2，顯示目前台灣仍處需求拉動的信貸循環向上期，因此預料 M1、M2 仍將處於接近名目經濟成長率的速度擴張，貨幣供給成長適度。
- **1 月台灣零售銷售(週二，2/25):** 受惠春節假期，購物及旅遊人潮湧現，帶動國內住宿餐飲、零售業，1 月零售銷售有望進一步加速，不過今年國人出國旅遊人數創高，排擠掉國內零售銷售與餐飲業銷售，綜合研判 1 月台灣零售銷售可望加速至近 5% 的速度。餐飲業營業額也將因為農曆新年因素影響有兩位數的成長。
- **1 月台灣工業生產(週二，2/25):** 由於農曆新年工作天數減少，1 月份工業生產年增率將會銳減，不過考慮到資通訊產品出口動能仍強，預料工業生產仍將保持低個位數成長。
- **12 月美國 Case-Shiller 房價指數(週二，2/25):** 12 月成屋銷售房價年增率從 4.3% 加速到 5.8%，意味著房價依然處在高檔，因此預料 12 月 Case-Shiller 房價指數可望較前月小幅上升。
- **2 月美國經濟諮商會消費者信心指數(週二，2/25):** 從密大消費者信心可知，川普 2.0 的政府瘦身令民眾對未來勞動市場感到不安，再加上關稅的不確定性令民眾對實質購買力被侵蝕感到擔憂，預料 2 月經濟諮商會消費者信心指數將較前月下滑。
- **1 月台灣失業率(週三，2/26):** 根據勞動部的資料，1 月勞雇雙方協商減少工時實施人數從 12 月的 4280 人減少至 2667 人，加上 1 月份中經院製造業與非製造業 PMI 就業指數均在 50 以上，顯示國內就業市場仍然穩健，預料失業率將續處前月的低檔。
- **主計處台灣經濟預測 (週三，2/26):** 鑑於去年第四季經濟成長率與官方預測相符，預計主計總處將維持今年經濟成長率預測在 3.3%。
- **1 月美國新屋銷售 (週三，2/26):** 由於 1 月美國天氣相當寒冷導致，影響看屋人潮，加上已經公布建商信心指數、新屋開工全面惡化，預料 1 月美國新屋銷售將較前月明顯下滑。
- **1 月台灣景氣指標 (週四，2/27):** 儘管 12 月景氣對策信號亮出紅燈，但考量領先指標已經下滑，加上 1 月農曆新年工作天數減少影響部分指標分數，且川普 2.0 政策不確定性影響市場信心，預料景氣對策信號將轉為黃紅燈。
- **1 月歐元區貨幣供給(週四，2/27):** 考慮到 ECB 降息的滯後性逐漸發酵，預料 1 月份歐元區貨幣供給成長將繼續加速，朝向 ECB 目標 4.5% 靠近。

- **2月歐元區經濟信心指數(週四，2/27):** 2月份歐元區 PMI 不如預期，加上德國與法國政治不確定的干擾，預料2月歐元區經濟信心將會下滑。
- **1月美國耐久財訂單(週四，2/27):** ISM 製造業指數優於預期，顯示美國製造業正開始復甦，預料1月美國耐久財訂單將恢復成長。
- **日本2月東京CPI(週五，2/28):** 因應米價飆漲，政府先前已釋出儲備米料有望緩和米價漲勢，同時，自1月起暫時恢復對電費及瓦斯費的補貼措施，亦將有助壓抑能源價格增速，研判兩大因素有望使通膨年增幅較前月放緩，預計東京CPI年增率將從前月的3.4%小降至3.2%。
- **日本1月工業生產(週五，2/28):** 根據上個月經濟產業省對廠商生產計畫的調查顯示，因相關機械生產計畫下降，預計1月份工業生產月增幅料落入負成長區間，顯示當前日本工業生產狀況仍屬波動，仍需密切觀察。
- **1月美國PCE(週五，2/28):** 儘管1月非農就業較前月下滑，但薪資卻加速成長，綜合考量下預料1月個人所得將維持前月0.4%的成長速度。不過，由於年底旺季已過，加上1月美國面臨極端的天候因素影響外出消費的意願，且民眾在去年年底因應川普政策不確定的提前採購將排擠掉今年一部分第一季的消費動能，綜合考量下預計1月個人消費支出將轉為負成長。此外，從已發布的CPI與PPI來推估，本週五公布的核心PCE月增率應落在0.2%至0.3%之間，未顯示通膨加速跡象
- **2月中國PMI(週六，3/1):** 1月社會融資總量創紀錄成長，意味著中國政府加大刺激政策的力度正在逐漸發酵，加上考慮陸股在農曆年後明顯上漲，民眾財富效果提振也將帶動部分實體經濟活動，儘管我們對於中國經濟趨勢下行的看法並未改變，但綜合考慮下預料2月PMI將暫時性的好轉。

表 2-1：美國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/24/2025 21:30	Chicago Fed Nat Activity Index	-0.05	0.15
02/24/2025 23:30	Dallas Fed Manf. Activity	6.4	14.1
02/25/2025 21:30	Philadelphia Fed Non-Manufacturing Activity	--	-9.1
02/25/2025 22:00	FHFA House Price Index MoM	--	0.30%
02/25/2025 22:00	House Price Purchase Index QoQ	0.30%	0.70%
02/25/2025 22:00	S&P CoreLogic CS 20-City MoM SA	0.40%	0.41%
02/25/2025 22:00	S&P CoreLogic CS 20-City YoY NSA	4.45%	4.33%
02/25/2025 22:00	S&P CoreLogic CS US HPI YoY NSA	--	3.75%
02/25/2025 23:00	Conf. Board Consumer Confidence	102.7	104.1
02/25/2025 23:00	Conf. Board Present Situation	--	134.3
02/25/2025 23:00	Conf. Board Expectations	--	83.9
02/25/2025 23:00	Richmond Fed Manufact. Index	-3	-4
02/25/2025 23:00	Richmond Fed Business Conditions	--	7
02/25/2025 23:30	Dallas Fed Services Activity	--	7.4
02/26/2025 20:00	MBA Mortgage Applications	--	-6.6%
02/26/2025 23:00	New Home Sales	675k	698k
02/26/2025 23:00	New Home Sales MoM	-3.3%	3.60%
02/26/2025 - 02/27	Building Permits	--	1483k
02/26/2025 - 02/27	Building Permits MoM	--	0.10%

02/27/2025 21:30	GDP Annualized QoQ	2.30%	2.30%
02/27/2025 21:30	Personal Consumption	4.10%	4.20%
02/27/2025 21:30	GDP Price Index	2.20%	2.20%
02/27/2025 21:30	Core PCE Price Index QoQ	2.50%	2.50%
02/27/2025 21:30	Durable Goods Orders	2.00%	-2.2%
02/27/2025 21:30	Durables Ex Transportation	0.20%	0.30%
02/27/2025 21:30	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	0.30%	0.40%
02/27/2025 21:30	Cap Goods Ship Nondef Ex Air	0.30%	0.50%
02/27/2025 21:30	Initial Jobless Claims	221k	219k
02/27/2025 21:30	Continuing Claims	1872k	1869k
02/27/2025 23:00	Pending Home Sales MoM	-0.8%	-5.5%
02/27/2025 23:00	Pending Home Sales NSA YoY	--	-2.9%
02/28/2025 00:00	Kansas City Fed Manf. Activity	--	-5
02/28/2025 21:30	Advance Goods Trade Balance	-\$115.0b	-\$122.1b
02/28/2025 21:30	Retail Inventories MoM	0.20%	-0.3%
02/28/2025 21:30	Personal Income	0.40%	0.40%
02/28/2025 21:30	Personal Spending	0.20%	0.70%
02/28/2025 21:30	Real Personal Spending	-0.1%	0.40%
02/28/2025 21:30	Wholesale Inventories MoM	0.10%	-0.5%
02/28/2025 21:30	PCE Price Index MoM	0.30%	0.30%
02/28/2025 21:30	PCE Price Index YoY	2.50%	2.60%
02/28/2025 21:30	Core PCE Price Index MoM	0.30%	0.20%
02/28/2025 21:30	Core PCE Price Index YoY	2.60%	2.80%
02/28/2025 22:45	MNI Chicago PMI	40.3	39.5

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-2：日本未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/25/2025 07:50	PPI Services YoY	3.10%	2.90%
02/25/2025 13:30	Nationwide Dept Sales YoY	--	2.80%
02/25/2025 13:30	Tokyo Dept Store Sales YoY	--	1.60%
02/25/2025 14:00	Machine Tool Orders YoY	--	4.70%
02/26/2025 13:00	Leading Index CI	--	108.9
02/26/2025 13:00	Coincident Index	--	116.8
02/28/2025 07:30	Tokyo CPI YoY	3.20%	3.40%
02/28/2025 07:30	Tokyo CPI Ex-Fresh Food YoY	2.30%	2.50%
02/28/2025 07:30	Tokyo CPI Ex-Fresh Food, Energy YoY	2.00%	1.90%
02/28/2025 07:50	Retail Sales YoY	3.90%	3.70%
02/28/2025 07:50	Retail Sales MoM	0.60%	-0.7%
02/28/2025 07:50	Industrial Production MoM	-1.0%	-0.2%
02/28/2025 07:50	Industrial Production YoY	3.00%	-1.6%
02/28/2025 07:50	Dept. Store, Supermarket Sales YoY	--	2.90%
02/28/2025 07:50	Japan Buying Foreign Bonds	--	¥241.0b
02/28/2025 07:50	Japan Buying Foreign Stocks	--	¥345.4b
02/28/2025 07:50	Foreign Buying Japan Bonds	--	¥788.8b

02/28/2025 07:50	Foreign Buying Japan Stocks	--	-¥352.8b
02/28/2025 13:00	Housing Starts YoY	-2.7%	-2.5%
02/28/2025 13:00	Annualized Housing Starts	0.781m	0.787m

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-3：歐元區未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/24/2025 18:00	CPI YoY	2.50%	2.50%
02/24/2025 18:00	CPI MoM	-0.3%	-0.3%
02/24/2025 18:00	CPI Core YoY	2.70%	2.70%
02/25/2025 13:00	EU27 New Car Registrations	--	5.10%
02/25/2025 18:00	Euro Area Indicator of Negotiated Wage Rates		
02/27/2025 17:00	M3 Money Supply YoY	3.80%	3.50%
02/27/2025 18:00	Consumer Confidence	--	-13.6
02/27/2025 18:00	Economic Confidence	96	95.2
02/27/2025 18:00	Industrial Confidence	-12	-12.9
02/27/2025 18:00	Services Confidence	6.8	6.6
02/28/2025 17:00	ECB 3 Year CPI Expectations	2.50%	2.40%
02/28/2025 17:00	ECB 1 Year CPI Expectations	--	2.80%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-4：台灣未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/24/2025 16:20	Money Supply M1B Daily Avg YoY	--	4.00%
02/24/2025 16:20	Money Supply M2 Daily Avg YoY	--	5.51%
02/25/2025 16:00	Industrial Production YoY	10.00%	19.97%
02/26/2025 16:00	Unemployment Rate	3.40%	3.39%
02/26/2025 16:30	GDP YoY	1.80%	1.84%
02/26/2025 16:30	GDP Annual YoY	4.30%	4.30%
02/27/2025 16:00	Monitoring Indicator	--	38

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-5：中國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/24/2025 - 02/25	1-Yr Medium-Term Lending Facilities Volume	300.0b	200.0b
02/24/2025 - 02/25	1-Yr Medium-Term Lending Facility Rate	2.00%	2.00%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

三、 一週經濟回顧：川普 2.0 擾動全球經濟動能效果初現

美國：通膨與政策不確定性影響景氣與 Fed 動向

上週美國經濟數據顯示，聯準會 (Fed) 在 FOMC 會議紀錄中強調通膨不確定性，暗示不急於降息，但開始討論減緩量化緊縮 (QT)，我們預期降息時點可能延後至 6 月後，但仍預期降息趨勢未改變。此外，2 月 S&P Global PMI 顯示服務業進入收縮區間，消費動能趨緩，但製造業仍維持擴張，顯示經濟成長正在放緩但仍未陷入衰退。紐約州製造業指數回溫，反映需求回暖，但關稅不確定性仍帶來干擾。領先指標小幅下降，但就業市場仍穩健，無衰退疑慮。上述數據均顯示，美國經濟不再是不著陸，而是軟著陸的格局。另一方面，初領失業金人數微升，勞動市場仍顯韌性，但未來可能緩步降溫。密大消費者信心指數因關稅影響下滑，消費者通膨預期升高，市場情緒面臨川普 2.0 的政策不確定性波動加劇。房市方面，NAHB 建商信心因建築成本上升與高房貸利率下滑，新屋開工數亦因嚴寒氣候回落，房市復甦仍顯疲弱。成屋銷售下滑，供給增加但高房價仍抑制購買意願。整體而言，美國經濟仍維持軟著陸趨勢，但通膨與川普政策不確定性將持續影響市場預期與聯準會決策。

● FOMC 會議記錄：不急於降息，但開始討論 QT 減碼議題

摘要：

- ◆ 與會官員表明，只要經濟仍接近充分就業，他們希望對利率進行額外調整之前要看到通膨取得進一步進展。
- ◆ 絕大多數 (vast majority) 官員表示通膨上行風險與就業下行風險大致平衡，兩位 (a couple) 官員表示通膨上行風險比就業下行風險高。
- ◆ 認為勞動市場強健 (solid) 且大致符合聯準會最大就業的目標。
- ◆ 許多官員仍然認為通膨降溫趨勢仍在，只是貿易、移民政策以、地緣政治發展擾亂供應鏈的可能性及強健的消費需求可能會干擾通膨降溫方向。
- ◆ Fed 職員表示目前銀行的準備依然充裕，但這可能是因為政府債務上限的干擾。因此多位官員表示，在債務上限問題解決之前，考慮暫停或減緩資產負債表縮減可能是適當的。

評論：

- ◆ 這份會議紀錄表明，考量到持續的高利率至今並沒有對實體經濟造成太大傷害，而通膨又面臨眾多的不確定性，聯準會計畫維持利率不變更長一段時間等待局勢更加明朗，因此我們認為 Fed 下次降息可能延後到 6 月之後。
- ◆ 這次會議紀錄提示了一個潛在的風險，即政府債務上限調升後對市場流動性的影響。由於目前美國已經屆臨政府債務上限，這導致美國財政部必須在不增加發債的情況下透過非常規措施維持政府運作。這樣的做法間接的導致當前市場流動性非常寬裕，但這也隱含一旦政府債務上限被調高後，財政部大量發債補充非常規措施的資源後，可能會造成市場流動性緊張，這也是為什麼聯準會有些官員認為在政府債務上限被調升之前，聯準會可能需要暫停 QT 的原因，這也暗示著接下來政府債務上限一但被調升，市場流動性可能會暫時地受到威脅，需要密切注意。

● 美國 S&P Global PMI：服務業回落收縮區間，但通膨壓力有望緩解

數據總覽：

- ◆ S&P Global 公布 2 月份製造業 PMI 初值由 51.2 上升至 51.6，高於市場預期的 51.4。
- ◆ 2 月份服務業 PMI 由 52.9 下降至 49.7，低於市場預期的 53.0。
- ◆ 2 月份綜合 PMI 由 52.7 下降至 50.4，低於市場預期的 53.2。

評論：

- ◆ 美國綜合 PMI 已連續兩個月下滑，2 月降至 2023 年 9 月以來低點，主要因作為經濟主要動能的服務業 PMI 逾兩年來首度回落收縮區間，抵消了製造業加速的成長。服務業新增業務的增長乏力，主要因川普縮減政府支出、關稅政策的影響，增添企業對商業環境的不確定性。不過，製造業 PMI 已連續兩個月處於擴張區間，主要受工廠產出加速成長、庫存下降所提振；不過新訂單以及就業增長皆放緩，或顯示近月來製造業的回溫，主要為企業因應川普關稅政策而提前增產所帶動的暫時性現象。
- ◆ 在通膨方面，原物料價格因提前拉貨潮而顯著上漲，帶動製造業價格指數創近兩年來最大單月漲幅。雖然服務業的食品價格以及薪資壓力同樣上升，但由於競爭激烈，降低企業的價格轉嫁能力，服務業價格指數下降，也壓抑 2 月價格指數放緩至三個月來的低點，通膨部分有望看到進一步放緩的趨勢。
- ◆ 整體而言，川普政策不確定性，壓抑 2 月份 PMI 放緩；不過，整體雖仍處擴張區間，且通膨放緩，美國經濟仍呈現軟著陸。

● 美國 2 月份紐約州 Fed 製造業指數：製造業需求回溫，但近期仍可能較多波動

數據總覽：

- ◆ 2 月份紐約州製造業指數由前月的-12.6 大幅回溫至 5.7，高於市場預期的 0.0；但預期未來六個月景氣狀況改善的淨比例由 36.7 下降至 22.2。

評論：

- ◆ 2 月份紐約州製造業指數繼前月的大幅下滑後有所回溫，反映製造業數據在過去幾個月因應川普關稅不確定性的搶購潮而波動後，本月製造業回到溫和成長的格局，不過 2 月後川普關稅陸續出台，仍使企業擔憂其對於通膨以及供應鏈的影響，稍微壓抑企業對前景的看法。
- ◆ 細項中，新訂單、出貨指標大幅改善，分別由收縮區間的 -8.6、-1.7 大幅回升至 11.4、14.2，而就業指標好壞參半，雖就業水平在上個月呈現上漲後呈現小幅回落，但員工平均工時指標由-15.1 收斂至-1.2，預計仍將有利製造業生產持續回溫，此外，資本支出計畫指標雖由 15.1 下降至 10.9，但其仍高於過去兩年的平均水平，顯示企業投資需求隨著製

造業復甦而浮現。不過，製造業材料支付價格與收取價格雙雙上升，顯示商品通縮趨勢有所停滯，2 月仍可能繼續面臨通膨降溫阻礙。

◆ 整體而言，隨著川普政策不斷更新，近期製造業數據都將持續出現較大的波動，不過儘管上月紐約州製造業指數大幅回落，ISM 製造業 PMI 仍是連續第三個月成長並恢復至擴張區間，在本月紐約州製造業指數進一步改善的情況下，預計 2 月分製造業 PMI 將維持在擴張區間。

● 美國 1 月領先指標：經濟成長放緩，但並沒有衰退的疑慮

數據總覽：

◆ 1 月份領先指標由上月的 101.8 下降至 101.5，月變動率為-0.3%，較前月修正後的月增 0.1%收縮，並低於市場預期的月減 0.1%。

◆ 1 月份同時指標由上月 114.0 上升至 114.3，1 月份落後指標由上月 118.7 上升至 119.3。

評論：

◆ 1 月份領先指標下降，主要受到每週平均工時所拖累，對領先指標月增率淨貢獻-0.18 個百分點，消費者對未來景氣狀況的預期同樣維持較疲軟的趨勢，壓抑領先指標月增率-0.10 個百分點。另一方面，利差自 2022 年底以來首度轉正，帶來+0.04 個百分點的淨貢獻；而穩健的勞動市場，也使得初領失業金人數處於疫情前低點，同樣為領先指標月增率帶來+0.04 個百分點的淨貢獻。

◆ 整體而言，雖每週平均工時壓抑本月領先指標下降，不過 ISM 製造業、服務業報告中就業指數皆上升，且請領失業金人數續處低位，勞動市場雖放緩但仍穩健；與此同時，ISM 新訂單指數持續好轉，預計隨著需求推動製造業回復擴張區間，製造業有望持續復甦，領先指標應無進一步衰退的疑慮。

● 美國請領失業補助金人數：初領失業金人數微升，尚不能斷定是川普政府瘦身計畫效果顯現

數據總覽：

◆ 截至 2 月 15 日當周，首領失業補助金人數為 21.9 萬人，由上週的修正值 21.4 萬人上升，高於市場預期的 21.5 萬人。

◆ 截至 2 月 8 日當周，連續申請失業補助金人數為 186.9 萬人，由上週修正值 184.5 萬人(原值為 185.0 萬人)上升，略高於市場預期的 186.8 萬人。

評論：

- ◆ 美國首次申請失業救濟人數上升，高於市場預期，但上升幅度不大，且仍然低於去年平均的 223.1 萬人，維持疫情前較低水平。雖各大企業近期皆宣布大規模裁員計畫，且川普政府近期亦大規模裁減聯邦政府員工，但本月的數據屬短期波動或裁員效果顯現，仍有待後續觀察。

- ◆ 連續申請失業救濟人數亦上升，續處疫情後高點，高於去年平均的 183.0 萬人，凸顯出市場工作機會減少，已經失業的工人需要更多的求職時間；亦顯示勞動市場放緩，經濟仍處軟著陸的趨勢。

- ◆ 整體而言，上週初領、續領失業金人數雖雙雙上升，但幅度皆不大，整體勞動市場仍相當穩健。不過，隨著川普政府瘦身計畫、大型企業裁員計畫效果陸續顯現，未來勞動市場或也將緩步降溫。

- **密大消費者信心指數：關稅疑慮持續推升通膨預期，消費者信心受挫**

數據總覽：

- ◆ 2 月份密大消費者信心指數自初值 67.8 下降至 64.7，低於市場預期的 67.8。

- ◆ 2 月份現況指標由初值 68.7 下降至 65.7，低於市場預期的 68.5；預期指標則從 67.3 下滑至 64.0，低於市場預期的 67.4。

- ◆ 消費者一年期通膨預期維持初值的 4.3%，符合市場預期；5-10 年中長期通膨預期維持於 3.5%，高於市場預期的 3.3%。

評論：

- ◆ 2 月消費者信心指數下滑，創 2023 年 11 月以來新低，主要受到消費者潛在關稅對通膨影響的擔憂所拖累，使家庭耐久財購買意願進一步下跌，且對於勞動市場的看法轉趨保守。消費者一年期通膨預期躍升至 4.3%，為 2023 年 11 月以來的最高水準，長期通膨預期亦躍升至 2008 年以來的最高水準，導致個人財務狀況預期指數由 108 下降至 99，為 2022 年 7 月以來的最低水準，家庭大型耐久財購買意願指數亦由 104 大幅下降至 86。

- ◆ 不過，不同黨派對通膨看法的分歧仍嚴重，共和黨消費者預期未來一年通膨將大幅放緩至-0.1%，而民主黨則預期川普的關稅政策將推高通膨，使民主黨消費者未來一年的通膨預期已飆升至 5.4%，預計分歧將持續，直到關稅及其對通膨的傳遞效果更加明朗，因此短期仍將難以從消費者觀感中了解真實的通膨趨勢。

- ◆ 隨著川普政策陸續出台，預計市場情緒劇烈波動將是今年的新常態，不過經濟基本面並未出現加速下行的風險，惟消費者在川普關稅之前對家庭耐久財及汽車的提前採購潮可能告終，短期可能壓抑相關銷售表現。

- **美國 2 月份 NAHB 建商信心指數：關稅政策擔憂，建商信心下滑**

數據總覽：

- ◆ 2 月份美國建商信心指數由 47 下降至 42，低於市場預期的 46。
- ◆ 現況指標由 50 下降至 46；預期指標則由 59 下降至 46；潛在客戶指標由 32 下滑至 29。

評論：

- ◆ 2 月份美國建商信心下降至五個月以來新低，指標中的三個項目皆呈現惡化，其中未來六個月的前景指標自 59 下降至 46，創疫情爆發以來最大單月跌幅。川普當選後，建商預期川普完全執政下將減輕監管法規，有利後續更多住宅建設的進行，信心指數一度攀升至近期新高；不過隨著川普關稅政策陸續推出，對建築成本恐進一步上升的擔憂，打壓建商信心下降。
- ◆ 與此同時，近期抵押貸款利率持續處於 7% 的高點附近，且在川普政策不確定性之下，聯準會傾向於暫緩降息，限縮抵押房貸利率下行空間，亦壓抑潛在買家的購買意願。
- ◆ 整體而言，隨著近期通膨數據升溫，且聯準會考量川普政策不確定性，預計將暫緩降息，短期間房貸利率維持較高水平，不利刺激購屋需求，亦將造成建商土地開發和房屋建設的貸款成本負擔，不利房市前景。不過近期的通膨數據升溫，主要反應川普關稅政策不確定性之下的提前採購，隨著提前搶購潮放緩，加上川普削減政府開支的效果顯現，後續通膨數據有望稍微降溫，支持聯準會降息決策；與此同時，隨著川普關稅政策漸趨明朗，且其去監管等政策效果顯現，皆有望提振建商信心回穩。

● **美國新屋開工&營建許可：嚴寒氣候干擾施工，新屋開工數量回落**

數據總覽：

- ◆ 1 月份美國新屋開工折合年率為 136.6 萬戶，由前月修正值 151.5 萬戶(初值為 149.9 萬戶)下降，低於市場預期的 139.0 萬戶。
- ◆ 1 月份美國營建許可折合年率為 148.3 萬戶，由前月的 148.2 萬戶微幅上升，高於市場預期的 146.0 萬戶。

評論：

- ◆ 本月新屋開工數量回落，低於市場預期，其中單戶住宅及多戶住宅開工量分別下降 8.4%、13.5%，主要因 1 月部分地區氣候嚴寒干擾施工。與此同時，1 月房屋開工數在美國南部、中西部及東北部皆下降，而西部新屋開工數卻勁揚 42.3%，或因加州野火逐步獲得控制，帶動開工數量回升。
- ◆ 本月營建許可微幅上升且高於預期，主要因多戶住宅營建許可微幅上升，單戶住宅則與上月持平。不過，營建許可數量僅較上月成長 0.1%，顯示房貸利率持續處於 7% 左右的較高水準，限縮了潛在買家的購屋意願。
- ◆ 考量到建商信心指數的三大項目全面下滑，預計在聯準會暫緩降息之下，未來抵押房貸利率下降空間不大，且建商普遍擔憂川普關稅政策將提高建築成本，短期間或將不利房市回溫。

● 美國 1 月份成屋銷售：成屋銷售下滑，房市復甦仍較緩慢

數據總覽：

◆ 1 月份成屋銷售年折合率為 408 萬戶，由上月修正值的 429 萬戶（原值為 424 萬戶）下降，略低於市場預期的 413 萬戶。

◆ 象徵成屋供給的成屋可供銷售月數由 3.2 個月上升至 3.5 個月。

評論：

◆ 1 月份美國成屋銷售量下滑，結束過去三個月的上升趨勢，使得成屋可供銷售月數上升，創 2019 年以來同月最高水平。成屋銷售下降，主要因房貸利率居高不下，抵押貸款利率持續徘徊於 7% 左右的偏高水準，壓抑購房意願；與此同時，雖成屋供給月增 3.5%，但房價卻持續上漲，成屋價格中位數本月成長 4.8%，對買家負擔能力帶來重大挑戰，也是本月成屋銷售下降的原因。

◆ 西部及南部地區本月成屋銷售量降幅最大，分別月減 7.4%、6.2%，或因這兩個地區在 1 月分別受到加州野火延燒以及嚴寒天候衝擊，壓抑成屋銷售。

◆ 整體而言，雖然加州野火已受到控制，且受天候影響的銷售可能隨著進入春天而恢復，且房屋庫存增加，可望使房價稍微回落。不過，近期通膨數據以及川普政策不確定性，皆使得聯準會可能暫緩降息，使得房貸利率難以顯著下降，預計房市復甦仍較緩慢。

表 3-1：美國過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/18/2025 21:30	Empire Manufacturing	0	5.7	-12.6	--
02/18/2025 23:00	NAHB Housing Market Index	46	42	47	--
02/19/2025 05:00	Net Long-term TIC Flows	--	\$72.0b	\$79.0b	\$53.2b
02/19/2025 05:00	Total Net TIC Flows	--	\$87.1b	\$159.9b	\$134.1b
02/19/2025 20:00	MBA Mortgage Applications	--	-6.6%	2.30%	--
02/19/2025 21:30	Housing Starts	1390k	1366k	1499k	1515k
02/19/2025 21:30	Housing Starts MoM	-7.3%	-9.8%	15.80%	16.10%
02/19/2025 21:30	Building Permits	1460k	1483k	1482k	--
02/19/2025 21:30	Building Permits MoM	-1.5%	0.10%	-0.7%	--
02/19/2025 21:30	New York Fed Services Business Activity	--	-10.5	-5.6	--
02/20/2025 03:00	FOMC Meeting Minutes	--	--	--	--
02/20/2025 21:30	Philadelphia Fed Business Outlook	14.3	18.1	44.3	--
02/20/2025 21:30	Initial Jobless Claims	215k	219k	213k	214k
02/20/2025 21:30	Continuing Claims	1868k	1869k	1850k	1845k
02/20/2025 23:00	Leading Index	-0.1%	-0.3%	-0.1%	0.10%
02/21/2025 22:00	Bloomberg Feb. United States Economic Survey				
02/21/2025 22:45	S&P Global US Manufacturing PMI	51.4	51.6	51.2	--
02/21/2025 22:45	S&P Global US Services PMI	53	49.7	52.9	--

02/21/2025 22:45	S&P Global US Composite PMI	53.2	50.4	52.7	--
02/21/2025 23:00	U. of Mich. Sentiment	67.8	64.7	67.8	--
02/21/2025 23:00	U. of Mich. Current Conditions	68.5	65.7	68.7	--
02/21/2025 23:00	U. of Mich. Expectations	67.4	64	67.3	--
02/21/2025 23:00	U. of Mich. 1 Yr Inflation	4.30%	4.30%	4.30%	--
02/21/2025 23:00	U. of Mich. 5-10 Yr Inflation	3.30%	3.50%	3.30%	--
02/21/2025 23:00	Existing Home Sales	4.13m	4.08m	4.24m	4.29m
02/21/2025 23:00	Existing Home Sales MoM	-2.6%	-4.9%	2.20%	2.90%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

日本：出口與投資雙引擎支撐成長，通膨壓力持續升溫今日銀蠢蠢欲動

上週日本公布的經濟數據顯示，第四季 GDP 成長率優於市場預期，主要受惠於淨出口與企業固定投資的增加。服務出口受觀光熱潮帶動，加上政府支持半導體產業，推升企業投資意願，預計今年經濟成長仍將維持擴張。1 月進出口數據則反映日圓疲軟帶來的影響，出口年增 7.2%，為半年來最佳表現，汽車與船舶出口成長強勁；進口亦大幅回升，特別是設備相關進口顯示企業投資動能強勁，對景氣展望屬正向。然而，未來須關注美國可能對汽車與半導體等產品加徵關稅，對日本出口的潛在衝擊。通膨方面，1 月 CPI 年增 4.0%，食品價格飆升為主要推手。雖政府短期補貼能源價格，可能壓抑部分通膨壓力，但食品通膨仍可能維持高檔。隨著春鬥薪資談判即將登場，工會目標加薪 5%，若薪資持續成長，將強化日本央行調整貨幣政策的理由，市場須密切關注其後續動向。

● 日本 Q4 GDP：淨出口及企業固定投資帶動，景氣增速高於長期平均

數據總覽：

- ◆ Q4 實質 GDP 季增 0.7%，高於前季修正後的 0.4%，且優於市場預估的 0.3%。
- ◆ Q4 名目 GDP 季增 0.7%至 620.46 兆日圓，為 1980 年有紀錄以來最高。
- ◆ Q4 GDP 平減指數年增率為 2.8%，高於前季的 2.4%，符合市場預期。

評論：

- ◆ 帶動本季經濟成長，主要來自外需所貢獻，逆轉連續兩季由內需提振的格局。其中，服務出口受惠外國遊客入境人數大幅成長，加上製藥廠商轉讓專利權，搭配進口的回落，淨出口成為本季 GDP 貢獻度最大之分項。此外，企業對經濟前景抱持樂觀看待，且產業趨勢及政府對半導體產業的支持，均使得企業固定投資較前季成長，助長景氣表現。
- ◆ 展望後市，根據早前日本最大工會組織 RENGO 表示，將今年春鬥加薪談判目標列為與去年一致的 5%，呼應 1 月份日本央行利率決議中提及的，預計今年春鬥加薪可望延續偏強成長格局，薪資維持上升趨勢，意味著將有助民眾消費，對國內景氣帶來支撐。另一方面，日本央行去年所公布的第四季短觀報告顯示，全產業對 2024 財年(2024 年 4 月至 2025 年 3 月)預估固定投資增幅持續高於過往同期長期平均，全體企業預計全財年固定投資年增幅將達 9.7%，高於長期均值的 3.6%，意味著後續固定投資有望延續正增長格局，是提振景氣動能之一。綜合上述，薪資成長格局有望延續支撐消費表現，企業投資意願仍居高檔，及出口有望緩步回溫，預計第一季經濟成長仍有望維持擴張局。

● 日本 1 月進出口：出口仍受惠日圓提振，設備進口強勁對景氣屬正面

數據總覽：

- ◆ 1 月份出口金額為 7.86 兆日圓，年增幅自 2.8% 上升至 7.2%，是去年 7 月以來新高。
- ◆ 1 月份進口金額為 10.62 兆日圓，年增 16.7%，是 2023 年 1 月以來最高，同期間實質進口年增 8.7%。
- ◆ 1 月貿易赤字為 2.76 兆日圓，逆轉前月順差格局。

評論：

- ◆ 引導本月出口續呈現增長表現，主要來自三大分項汽車、船舶及醫藥品。其中，料汽車因為去年同期部分主要車廠因認證造假而停工，隨著車廠的恢復生產，連帶對出口帶來助益，此外，船舶受惠來自東協大筆訂單所帶動。
- ◆ 進口年增率大幅攀升，一部分因素主要受到日圓匯價的疲軟所影響；然同時可以留意到實質進口年增幅達 8.7%，是 2021 年 8 月以來新高，反映價量的雙雙成長。進口的成長一大部分均來自設備進口，包含通訊設備、電腦設備等，顯示新興科技發展及政府對相關產業的推廣下，搭配企業獲利的穩健，均帶動廠商投資意願，對後市景氣屬正面因子。
- ◆ 展望後市，對比去年 2 月份同期，日圓仍然呈現小幅貶值格局，預計此將持續對出口成長帶來一定支撐；搭配中國農曆新年假期的結束，對中國出口可望較 1 月份改善，預計下個月出口料維持成長表現。然而，中長期有鑑於川普關稅政策尚不明朗，早前川普表示最早將在 4 月 2 日正式宣布對汽車、半導體及藥品等徵收 25% 進口關稅措施。由於日本對美國汽車出口佔全體出口比例約 5%，意味著將直接對出口帶來明顯衝擊，此為後續外貿部分需持續留意的最大風險。

● 日本 1 月 CPI：新鮮蔬果、米價飆漲，推動通膨加速上漲

數據總覽：

- ◆ 1 月份 CPI 年增幅，自前月的 3.6% 躍升至 4.0%，為 2023 年 1 月來新高。
- ◆ 1 月份扣除新鮮食品 CPI 年增率為 3.2%，高於市場預估的 3.1%，且為連續第 34 個月高於日本央行通膨目標。
- ◆ 1 月份核心 CPI 年增率為 1.5%，為連續兩個的下跌。

評論：

- ◆ 帶動本月通膨加速最主要來自食品、運輸及通訊，前者受蔬果及稻米價格飆漲推高，因供給短缺問題持續，後者則因為腳踏車價格、政府對汽油補貼金額減少等因素影響。
- ◆ 展望後市，近期食品價格漲幅居高不下是導致通膨高漲主因，研判新鮮蔬果價格仍有待供給面緩解，米價則有望受惠近日政府釋出儲備米而緩解漲幅；另外，政府對能源價格的補貼措施暫時於 1 月份至 3 月份重啟，預計將壓抑暫時壓抑瓦斯及電價的價格增幅。研判上述因素影響，儘管 2 月份通膨年增幅依然將維持較高水平，但增幅不致進一步墊高。

- ◆ 日本央行總裁植田和男近日談話表示，實施貨幣政策時會將食品通膨納入考慮，因為食物價格的上漲可能不是暫時性的，將影響民眾的通膨預期，因此，不排除近幾個月加快上漲的食品價格，或使得日本央行調整升息步伐。
- ◆ 後續焦點仍須留意 3 月中旬將公告的初步春鬥薪資談判結果，早前最大工會組織 RENG0 將今年薪資談判目標設定為至少 5% 以上，且由大型企業及中小型企業所組成的經濟團體亦表示有意繼續奠定國內加薪的趨勢，因此預計今年薪資成長有望延續偏高水平，是提供日本央行升息調整理由。

表 3-2：日本過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/17/2025 07:50	GDP Annualized SA QoQ	1.10%	2.80%	1.20%	1.70%
02/17/2025 07:50	GDP SA QoQ	0.30%	0.70%	0.30%	0.40%
02/17/2025 07:50	GDP Nominal SA QoQ	1.20%	1.30%	0.50%	0.70%
02/17/2025 07:50	GDP Deflator YoY	2.80%	2.80%	2.40%	--
02/17/2025 07:50	GDP Private Consumption QoQ	-0.3%	0.10%	0.70%	--
02/17/2025 07:50	GDP Business Spending QoQ	0.90%	0.50%	-0.1%	--
02/17/2025 07:50	Inventory Contribution % GDP	-0.2%	-0.2%	0.20%	--
02/17/2025 07:50	Net Exports Contribution % GDP	0.40%	0.70%	-0.2%	-0.1%
02/17/2025 12:30	Industrial Production MoM	--	-0.2%	0.30%	--
02/17/2025 12:30	Industrial Production YoY	--	-1.6%	-1.1%	--
02/17/2025 12:30	Capacity Utilization MoM	--	-0.2%	-1.9%	--
02/17/2025 12:30	Tertiary Industry Index MoM	0.10%	0.10%	-0.3%	--
02/19/2025 07:50	Trade Balance	-¥2103.8b	-¥2758.8b	¥130.9b	¥132.5b
02/19/2025 07:50	Trade Balance Adjusted	-¥243.6b	-¥856.6b	-¥33.0b	-¥221.0b
02/19/2025 07:50	Exports YoY	7.70%	7.20%	2.80%	--
02/19/2025 07:50	Imports YoY	9.30%	16.70%	1.80%	1.70%
02/19/2025 07:50	Core Machine Orders MoM	0.50%	-1.2%	3.40%	--
02/19/2025 07:50	Core Machine Orders YoY	7.50%	4.30%	10.30%	--
02/19/2025 13:00	Tokyo Condominiums for Sale YoY	--	-44.2%	-2.4%	--
02/20/2025 07:50	Japan Buying Foreign Bonds	--	¥241.0b	¥1752.9b	¥1755.6b
02/20/2025 07:50	Japan Buying Foreign Stocks	--	¥345.4b	-¥1267.4b	--
02/20/2025 07:50	Foreign Buying Japan Bonds	--	¥788.8b	-¥187.2b	-¥187.8b
02/20/2025 07:50	Foreign Buying Japan Stocks	--	-¥352.8b	-¥384.4b	--
02/21/2025 07:30	Natl CPI YoY	4.00%	4.00%	3.60%	--
02/21/2025 07:30	Natl CPI Ex Fresh Food YoY	3.10%	3.20%	3.00%	--
02/21/2025 07:30	Natl CPI Ex Fresh Food, Energy YoY	2.50%	2.50%	2.40%	--
02/21/2025 08:30	Jibun Bank Japan PMI Composite	--	51.6	51.1	--
02/21/2025 08:30	Jibun Bank Japan PMI Mfg	--	48.9	48.7	--
02/21/2025 08:30	Jibun Bank Japan PMI Services	--	53.1	53	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

歐元區 S&P Global PMI：經濟活動改善但仍疲軟，預計 ECB 將繼續降息

數據總覽：

- ◆ S&P Global 公布 2 月份製造業 PMI 初值由 46.6 上升至 47.3，高於市場預期的 47.0。
- ◆ 2 月份服務業 PMI 由 51.3 下降至 50.7，低於市場預期的 51.5。
- ◆ 2 月份綜合 PMI 持平於 50.2，低於市場預期的 50.5。

評論：

- ◆ 2 月份歐元區經濟活動維持緩慢擴張，雖服務業成長減弱，不過製造業收縮幅度進一步放緩，歐元區勞動市場健康仍有望刺激服務業支出，並推動經濟的整體復甦。需要注意的是，川普的關稅威脅仍是主要不確定因素，在貿易緊張等地緣政治風險仍高的情勢下，預計製造業復甦仍將緩慢。
- ◆ 歐元區兩大經濟體的情勢出現分歧，德國經濟活動在提前改選前夕出現好轉，製造業前景改善帶動綜合 PMI 從 50.5 上升至 51.0，不過法國在國會預算不確定性仍存，且服務業加速收縮下，綜合 PMI 從 47.6 下降至 44.5。
- ◆ 在通膨部分，歐元區也面臨阻礙，其中服務業產出價格上漲，而製造業價格則小幅下降，顯示由於工資漲幅持續高於平均水平，服務業通膨仍然是主要問題。不過，2 月份歐元區 CPI 可能在能源價格下降之下呈現放緩趨勢。
- ◆ 整體而言，目前歐元區經濟成長仍乏力，雖通膨壓力仍存，但面對川普關稅政策的不確定性，預計仍將使 ECB 維持寬鬆貨幣政策的立場，3 月份會議將繼續降息。

表 3-3：歐元區過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/17/2025 18:00	Trade Balance SA	14.5b	14.6b	12.9b	13.3b
02/17/2025 18:00	Trade Balance NSA	--	15.5b	16.4b	--
02/18/2025 18:00	ZEW Survey Expectations	--	24.2	18	--
02/19/2025 17:00	ECB Current Account SA	--	38.4b	27.0b	25.1b
02/20/2025 18:00	Construction Output MoM	--	0.00%	1.20%	0.60%
02/20/2025 18:00	Construction Output YoY	--	-0.1%	1.40%	0.30%
02/20/2025 23:00	Consumer Confidence	-14	-13.6	-14.2	--
02/21/2025 17:00	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	47	47.3	46.6	--
02/21/2025 17:00	HCOB Eurozone Services PMI	51.5	50.7	51.3	--
02/21/2025 17:00	HCOB Eurozone Composite PMI	50.5	50.2	50.2	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

台灣外銷訂單：動能雖在，但受淡季與川普 2.0 不確定影響前景略為黯淡

數據總覽：

- ◆ 1 月外銷訂單年增率下降至-3.0%，低於市場預期的 2.7%
- ◆ 以訂單金額計的外銷訂單動向指數持續緊縮。

評論：

- ◆ 雖全球經濟穩步成長，人工智慧、高效能運算及雲端產業等商機持續熱絡，惟受農曆春節落點不同影響，外銷訂單年增率由上月的 20.8%反轉至-3.0%，低於市場預期的 2.7%，但優於經濟部統計處預測區間- 8.1%~ - 4%上緣。
- ◆ 細部觀察過去 10 年農曆春節所在的月分，排除疫情時期本月外銷訂單其實優於歷史平均年增率的-5.74%，可見台灣外銷訂單主受春節效應影響所拖累，外銷成長仍存餘溫。此外，以國家別的角度觀察外銷訂單可發現三件事，1)美國經濟一枝獨秀的霸權地位，以及 2)歐洲成長衰退可能與德法兩國政治局勢動盪相關，3)對中國成長持續下滑的同時，東南亞與日本仍持續著向上趨勢，顯示隨著去中化影響，持續反映供應鏈移轉效應。
- ◆ 展望未來，考量地緣政治風險、川普關稅等不確定性因素，持續干擾全球經貿成長。1 月的外銷訂單動向指數持續緊縮且低於 5 年以來 1 月平均的 50.13，主係該月仍屬電子零組件與資通訊產業的淡季，同時可能也反映廠商由於川普關稅而減少下單，綜合以上，預期 2 月外銷訂單年率將因淡季因素以及川普關稅不確定性而稍顯疲軟。

表 3-4：台灣過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/20/2025 16:00	Export Orders YoY	2.70%	-3.0%	20.80%	--
02/20/2025 16:20	BoP Current Account Balance	--	\$34397m	\$27477m	\$25801m

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 3-5：中國過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/18/2025 17:11	FX Net Settlement - Clients CNY	--	-281.9b	-75.1b	--
02/19/2025 09:30	New Home Prices MoM	--	-0.07%	-0.08%	--
02/19/2025 09:30	Used Home Prices MoM	--	-0.34%	-0.31%	--
02/19/2025 17:26	FDI YTD YoY CNY	--	-13.4%	-27.1%	--
02/20/2025 09:00	1-Year Loan Prime Rate	3.10%	3.10%	3.10%	--
02/20/2025 09:00	5-Year Loan Prime Rate	3.60%	3.60%	3.60%	--
02/20/2025 09:00	Swift Global Payments CNY	--	3.79%	3.75%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

附表：美國經濟數據統計表

季資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP	2.5	2.7	3.0	2.9	3.2	3.2	2.8	2.3	1.3	2.3	2.5	4.0
消費支出	3.2	3.0	2.7	2.2	3.0	2.4	2.2	2.6	1.6	2.4	2.8	5.5
政府支出	3990.7	3966.2	3917.0	3887.7	3870.7	3836.3	3783.7	3756.4	3710.1	3661.3	3647.2	3660.9
民間投資	4315.4	4377.7	4369.2	4282.5	4244.8	4237.3	4136.6	4058.1	4153.8	4096.0	4156.8	4250.7
出口	2633.1	2638.2	2578.4	2571.8	2559.6	2521.5	2491.6	2522.5	2510.3	2517.5	2433.7	2362.2
進口	3699.9	3707.4	3614.0	3548.7	3496.3	3460.4	3421.3	3448.5	3455.5	3495.7	3545.0	3494.3
經常帳占 GDP 比(%)		-3.6	-3.3	-3.2	-3.2	-3.3	-3.4	-3.5	-3.8	-3.9	-4.0	-3.9
預算占 GDP 比(%)	-6.9	-6.2	-5.4	-5.8	-6.3	-6.1	-8.2	-6.7	-5.3	-5.2	-4.1	-6.9
月資料	2025	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
工業生產	2.0	0.3	-0.9	-0.4	-0.7	-0.1	-0.5	0.9	0.0	-0.8	-0.3	-0.1
CPI	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.5	2.9	3.0	3.3	3.4	3.5	3.2
Core CPI	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.4	3.6	3.8	3.8
PCE		2.6	2.4	2.3	2.1	2.3	2.5	2.4	2.6	2.7	2.8	2.6
核心 PCE		2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.7	2.9	3.0	2.9
ISM 製造業 PMI	50.9	49.2	48.4	46.9	47.5	47.5	47.0	48.3	48.5	48.8	49.8	47.6
ISM 服務業 PMI	52.8	54.0	52.5	55.8	54.5	51.6	51.4	49.2	53.5	49.6	51.3	52.2
新屋開工(千套 SAAR)	1366.0	1515.0	1305.0	1344.0	1355.0	1379.0	1262.0	1329.0	1315.0	1377.0	1299.0	1546.0
新屋銷售(千套 SAAR)		698.0	674.0	615.0	726.0	691.0	707.0	672.0	672.0	736.0	683.0	643.0
成屋銷售(百萬套 SAAR)	4.1	4.3	4.2	4.0	3.9	3.9	4.0	3.9	4.1	4.1	4.1	4.3
營建許可(千套 SAAR)	1483.0	1482.0	1493.0	1419.0	1425.0	1470.0	1406.0	1454.0	1399.0	1440.0	1485.0	1563.0
失業率(%)	4.0	4.1	4.2	4.1	4.1	4.2	4.2	4.1	4.0	3.9	3.9	3.9
非農新增就業人數(千人)	143.0	307.0	261.0	44.0	240.0	71.0	88.0	87.0	193.0	118.0	246.0	222.0
平均時薪	4.1	4.1	4.2	4.1	3.9	4.0	3.6	3.9	4.1	4.0	4.2	4.2
央行利率(%)	4.5	4.6	4.8	5.0	5.3	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5
美元指數	108.6	107.2	105.9	103.3	101.0	102.2	104.6	105.2	104.9	105.4	103.7	104.1

資料來源：Bloomberg、元大投顧

附表：日本經濟數據統計表

季資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun
實際 GDP	0.7	0.4	0.7	-0.5	-0.1	-0.9	0.6	1.3	0.2	-0.3	1.1
消費支出	0.1	0.7	0.7	-0.5	-0.1	-0.6	-0.7	1.1	0.1	0.0	2.0
短觀-大型製造業信心指數(Index)	14.0	13.0	13.0	11.0	12.0	9.0	5.0	1.0	7.0	8.0	9.0
短觀-大型製造業景氣預估(Index)	13.0	14.0	14.0	10.0	8.0	10.0	9.0	3.0	6.0	9.0	10.0
企業資本投資(YoY%)		8.1	7.4	6.8	16.4	3.4	4.5	11.0	7.7	9.8	4.6
企業稅前淨利(YoY%)		-3.3	13.2	15.1	13.0	20.1	11.6	4.3	-2.8	18.3	17.6
月資料	2025	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024	2024
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar
出口		2.8	3.8	3.1	-1.7	5.5	10.2	5.4	13.5	8.3	7.3
貿易收支	-2758.8	132.5	-114.5	-468.2	-299.5	-709.2	-634.3	219.4	-1223.0	-471.3	382.4
工業生產(MoM%)		-0.2	-2.2	2.8	1.6	-3.3	3.1	-4.2	3.6	-0.9	4.4
核心機械訂單(MoM%)		-1.2	3.4	2.1	-0.7	-1.9	-0.1	2.1	-3.2	-2.9	2.9
製造業 PMI(Index)	48.9	48.7	49.6	49.0	49.2	49.7	49.8	49.1	50.0	50.4	49.6
經常帳		1077.3	3352.5	2456.9	1603.7	3965.7	3317.3	1736.6	2952.7	2163.0	3496.6
日本央行政策利率		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
CPI(扣除新鮮食品)	3.2	3.0	2.7	2.3	2.4	2.8	2.7	2.6	2.5	2.2	2.6
勞工名目薪資		4.8	3.9	2.2	2.5	2.8	3.4	4.5	2.0	1.6	1.0
失業率(經季調)		2.4	2.5	2.5	2.4	2.5	2.7	2.5	2.6	2.6	2.6

資料來源：Bloomberg、元大投顧

附表：台灣經濟數據統計表

季資料	2024 Dec	2024 Sep	2024 Jun	2024 Mar	2023 Dec	2023 Sep	2023 Jun	2023 Mar	2022 Dec	2022 Sep	2022 Jun	2022 Mar
實質 GDP(YoY,%)	1.8	4.2	4.9	6.6	4.7	1.6	1.5	-3.5	-0.4	4.1	3.5	3.9
經常帳占 GDP 比重(%)	14.4	14.3	14.7	15.1	14.0	12.9	12.0	12.1	13.3	14.2	15.0	15.5
月資料	2025 Jan	2024 Dec	2024 Nov	2024 Oct	2024 Sep	2024 Aug	2024 Jul	2024 Jun	2024 May	2024 Apr	2024 Mar	2024 Feb
CPI(YoY,%)	2.7	2.1	2.1	1.7	1.8	2.4	2.5	2.4	2.2	1.9	2.2	3.1
零售銷售(YoY,%)		2.9	2.1	-0.5	3.4	1.1	3.1	3.9	2.6	1.6	5.7	12.3
工業生產(YoY,%)		20.0	10.2	8.8	11.2	12.5	13.0	12.8	15.7	14.5	4.2	-1.3
製造業 PMI	48.7	50.8	51.4	50.0	49.2	53.6	52.2	53.7	55.4	49.4	47.9	48.1
服務業 PMI	55.0	56.5	54.6	53.8	53.3	54.5	57.3	58.6	54.2	54.1	53.5	52.3
外銷訂單(YoY,%)	-3.0	20.8	3.3	4.9	4.7	9.1	4.8	3.1	7.0	10.8	1.2	-10.4
出口(YoY,%)	4.4	9.2	9.7	8.4	4.5	16.8	3.1	23.4	3.4	4.3	18.8	1.3
進口(YoY%)	-17.2	30.4	19.7	6.0	17.3	11.7	15.8	33.9	0.6	6.5	7.2	-17.8
季調失業率(YoY,%)		3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4
央行利率(%)		2.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	2.0	0.0	0.0	2.0	0.0
貨幣供給 M2(YoY,%)		5.4	5.3	5.8	5.6	5.8	5.9	6.3	6.5	5.8	6.5	5.9
USDTWD	32.9	32.6	32.4	32.1	32.0	32.3	32.7	32.4	32.3	32.4	31.7	31.4

資料來源：Bloomberg、元大投顧

近期報告連結

市場風險監測

日期	報告標題
01/06	市場消化年底投組再平衡及年初獲利了結賣壓後，美股指數反彈站上支撐；連續重挫機會不大，但上升動能不強，投資人宜採杠鈴式布局
01/13	年初獲利了結及發債潮對市場的壓力仍在消化，且市場觀望川普新政，美股拉回；籌碼壓力仍低，連續重挫機會不大
01/20	數據顯示通膨壓力並未加重又台積電財報驚豔，美股止跌回升；川普即將就任，美股遠月避險部位大增，留意財政撙節措施
02/03	市場正消化 DeepSeek 問世影響，又川普正式對加、墨、中增稅，盤面由宏觀因素主導，市場不確定性上升；幸好籌碼壓力不算沉重、投資人不再重倉美股，預料美股快速重挫的機會不大
02/10	川普新政風火火，訊息量過大令市場應接不暇；盤面由宏觀因素主導，在政策不確定性下攻勢不易凝聚，美股將持續震盪整理

總體經濟週報

日期	報告標題
01/06	金價驅動因素質變凸顯脫鉤令全球經濟走向多極分化
01/13	美國優先主義下，貿易戰將打向誰？

01/20	川普 2.0 政策起手式：美國優先的重塑與市場穩定的挑戰
02/03	川普 2.0 新政至今無意料之外，讓子彈飛一會
02/10	川普產業關稅與對等關稅的虛與實
02/17	關於川普 2.0 對等關稅的幾點猜想

美股週報

日期	報告標題
01/06	市場觀望川普 2.0，就業數據/貨幣政策主導走勢
01/13	重量級經濟數據和財報公布在即，預期指數區間盤整
01/20	川普 2.0 正式上路，政策因子為主線，財報/貨幣政策為輔
02/03	關稅戰與 DeepSeek 干擾，指數波動恐加劇
02/10	川普新政一波未平一波又起，投資人分散風險以不變應萬變
02/17	對等關稅雜音、指數震盪盤堅，攻勢恐較為破碎

日股週報

日期	報告標題
01/13	對日銀政策不確定性及美川普總統即將上任，短線或壓抑日股表現
01/20	基本面穩健對日股帶來支撐；惟貨幣政策不確定或限縮股市
02/03	川普關稅政策擔憂、投資人觀望財報，股市面臨負面壓力
02/10	川普將宣布對等關稅措施，料使日股續面臨壓力
02/17	正負面因素交錯，日經指數料呈區間震盪格局

原物料市場週報

日期	報告標題
01/07	庫存回落、消息面刺激，油價上漲；美債殖利率反彈，金價先升後降；流動性恢復、市場期待較緩和的貿易戰，銅價上漲
01/14	庫存持續下降、美宣布對俄羅斯制裁，油價連日上漲；人行黃金儲備續增、通膨預期揚升，帶動金價攀升；川普關稅擔憂及中國消費部分緩和，助漲銅價
01/21	庫存仍降但以哈達成初步停火，油價先升後降；通膨降溫及 Waller 言論帶動鴿派政策預期，金價攀升；美元走弱及中國銅礦需求轉強預期，激勵銅價上漲
02/04	川普要求 OPEC+ 降低油價，但關稅出台，油價先降後升；川普關稅政策帶動避險需求，金價創歷史新高；關稅推升銅價，惟美元走強及中國景氣不佳壓抑漲幅
02/11	美國堅定增產計畫，油價全週再度下跌；關稅政策擔憂、人行購金，帶動金價頻創新高；中國製造活動回升預期、關稅擔憂，銅價全週攀升

02/18	庫存漲幅高於預估、地緣政治風險下降，油價下跌；通膨打壓降息預期、關稅擔憂緩解，金價高檔回落；提前拉貨趨勢暫緩，銅價全週小跌作收
-------	---

雙率週報

日期	報告標題
01/03	ECB 有意進一步降息，歐元續跌
01/10	美服務業景氣強勁，美元雙率雙升
01/17	美核心通膨放緩，殖利率漲多拉回
02/03	川普關稅在即，美元強彈
02/07	關稅高舉輕放，美元回落
02/14	財政部減發國庫券，美元漲勢受阻
02/21	FOMC 評估量化緊縮操作，美元下跌

總經策略報告

日期	報告標題
01/02	全球經濟持續復甦，惟近期波動較大
01/09	美國經濟保持穩健，勞動市場降溫
01/16	美國通膨降溫，降息趨勢可望延續
02/06	景氣基本面不變，川普 2.0 與 DeepSeek 擾動
02/13	美國通膨升溫、勞動市場穩健，降息延後
02/20	美日經濟穩健，惟關稅不確定性帶來波動

觀點

日期	報告標題
01/02	2025 經濟及投資展望 - 經濟強韌的背後是財政及貨幣寬鬆，但市場已經極端超前部署
01/09	美國優先主義來臨，貿易戰打向誰？
01/16	美股財報 Preview - 標普 500 指數 4Q24 獲利估年增 7.1%，穩定增長
02/13	日圓升值下的投資產業 - 陸運、營建、電力股或為資產配置首選
02/20	2025 年企業債市場展望

戰情分析

日期	報告標題
01/08	內外利多因素加持，美元延續相對強勢格局
01/09	股市中的熊勢力正在消失：小心川普 2.0 的波動加大

01/10	川普在使用《國際緊急經濟權力法》推進關稅仍將面臨許多限制
01/13	對製造品汰舊換新需求，有助引導日本企業獲利成長
01/14	就業數據反映拜登經濟學的延伸，聯準會暫時觀望、不致轉向
01/14	加州大火對美國保險業影響: 星星之火可以燎原，但經濟影響可控
01/15	供應鏈重組，台美貿易關係更趨緊密
01/17	主要國家景氣普遍具韌性，全球經濟可望平穩成長
01/21	川普就職演說： 啟動美國黃金年代，內政優先、關稅從長計議
01/22	解讀準財長聽證會政策傾向： 挺關稅政策、削減赤字、助美元強勢地位
02/04	聯準會按兵不動，評估川普新政潛在影響
02/05	積極滿足川普訴求，加、墨關稅暫緩；對中國的訴求則相對難解
02/06	現階段美國對中國課徵對全球經濟不一定是壞事
02/07	貝森特維持發債規劃鋪路政府財政瘦身
02/10	日本承諾擴大對美投資及增加進口，回應川普政策方向
02/11	拜登政策餘威猶存，美國就業市場續強
02/12	川普偏好低利率的使命必達，壓低殖利率已成財長的政策目標
02/13	尚未習慣川普 2.0，市場邏輯出現扭曲
02/17	CPI 與 PPI 現死亡交叉，美股企業利潤率趨勢向上將面臨挑戰
02/19	美元月財政赤字創近四年同期新高，削減支出料成川普首要之務
02/20	聰明錢報告：操作難度高但又還不能退場觀望，投資人只好保守操作
02/21	歐洲的自衛少了美國的幫助有機會倒逼歐洲再次偉大

國際金融市場焦點

01/03	01/06	01/07	01/08	01/09	01/13	01/14	01/15	01/16	01/17
01/20	01/22	02/04	02/05	02/06	02/07	02/10	02/11	02/12	02/13
02/14	02/17	02/19	02/20	02/21					

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
01/13	美國 12 月 BLS 就業報告： 勞動市場因暫時性需求轉強，確立暫緩降息立場
01/16	美國 12 月 CPI、PPI： 核心價格雙雙放緩，通膨仍處緩慢降溫格局
01/20	美國 12 月零售銷售、工業生產： 消費成長動能穩健，製造業生產加速回溫
02/04	美國 1 月 ISM 製造業 PMI： 製造業 PMI 反彈，仍需持續關注關稅政策後續影響
02/05	美國第四季資深授信人員意見調查： 銀根緊縮程度溫和，經濟維持穩健

02/10	美國 1 月就業報告： 勞動市場接近充分就業，3 月 FOMC 將不降息
02/13	美國 1 月 CPI： 物價意外升溫，澆熄聯準會上半年降息可能
02/17	美國 1 月零售銷售、工業生產： 消費動能暫時減弱，製造業逐步回溫

日本

日期	報告標題
01/10	日本 11 月勞工薪資： 維持偏強成長格局，後續焦點轉向春鬥薪資談判
02/03	日本 12 月工業生產： 各產業生產表現分歧，生產活動仍尚不穩定
02/06	日本 12 月勞工薪資： 冬季獎金成長，激勵整體薪資加速攀高
02/18	日本 Q4 GDP： 淨出口及企業固定投資帶動，景氣增速高於長期平均
02/20	日本 1 月進出口： 出口仍受惠日圓提振，設備進口強勁對景氣屬正面

台灣

日期	報告標題
01/03	台灣 12 月 PMI、NMI： 製造業微幅擴張，非製造業加速擴張
01/08	台灣 12 月 CPI： 風災導致蔬菜漲幅加大，CPI 上漲率愈發高於 2%
01/10	台灣 12 月出口： 新興應用、旺季、提前出貨，出口持續穩健成長
01/22	台灣 12 月外銷訂單： 新興科技應用商機與農曆年前備貨效應，帶動外銷訂單成長跳升
02/03	台灣 12 月工業生產、零售餐飲： 新興應用及年前備貨帶動工業大幅增產，年節提前與年節商機，助長零售、餐飲業營收溫和提升
02/03	台灣第 4 季 GDP： 資本形成大增，支撐經濟成長優於預期
02/06	台灣 12 月景氣指標： 經濟現況強勁，2025 料溫和成長
02/10	台灣 1 月出口： 電子與新興市場雙引擎推動，製造業前景暢旺
02/10	台灣 1 月 CPI： 錯月效應現，待國際情勢明朗方能確立穩定降溫格局
02/12	台灣 1 月 PMI、NMI： 製造業展望佳、服務業略降溫，景氣仍平穩
02/21	台灣 1 月外銷訂單： 動能雖在，但受淡季與川普 2.0 不確定影響前景略為黯淡

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓