

風雲變幻 潮起潮落--歐股港股 具估值優勢

- 美國關稅憑添經濟增長疑慮 vs. 德國率先採取國防擴張→歐元升歐股漲
- 小型開源AI模型打破美國壟斷優勢→中國科技股重獲青睞

總經組

03/10/2025

綜合結論

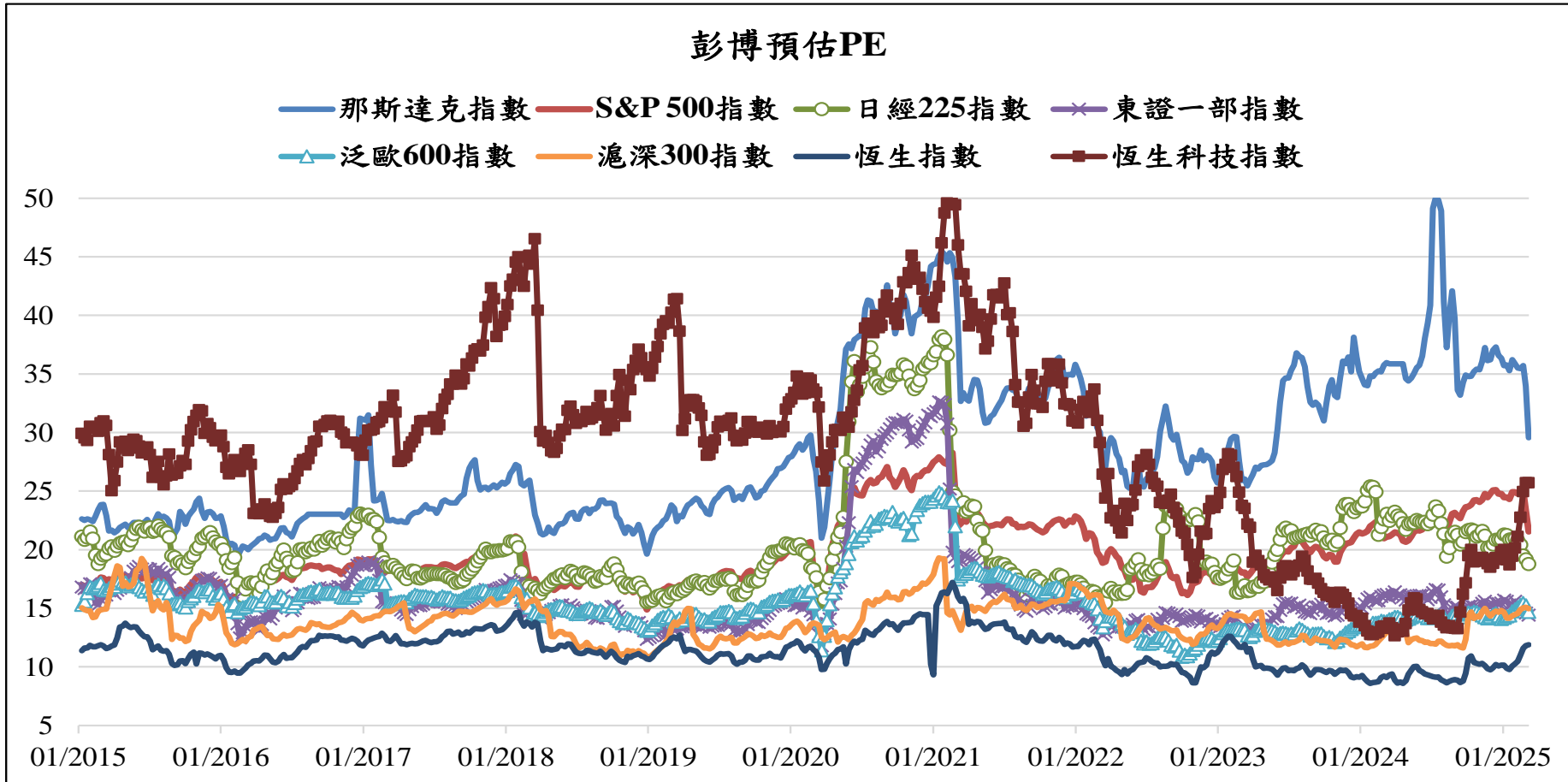
- 過去兩年多，美股受惠於經濟獨強、企業獲利亮眼及AI產業發展等利多因素，成功吸引國際資金匯流，美股標普500、那斯達克及費城半導體指數於2023年上漲24%~65%，2024年再漲19%~29%，漲幅遠勝於同期間MSCI全球指數上漲20%及16%。
- 展望2025年，綜觀川普新政府諸多政策，包括以行政命令加速推行關稅政策、驅逐非法移民、及新成立政府效率部大刀闊斧整頓政府相關組織，期望縮減政府不必要支出，最終改善財政赤字。上述政策無疑已經為未來美國經濟發展投下更多變數，包括物價上漲壓力復燃並可能進一步打擊消費信心、政策變動頻繁亦對企業投資帶來不確定影響，經濟增長力道恐受侵蝕。加上過去兩年美股累積漲幅已高，預期2025年不易持續大漲一枝獨秀。
- 美國切斷軍援烏克蘭，引燃歐洲對美國保護承諾可靠性的深切憂慮。03/06/2025歐盟緊急高峰會達成共識，支持「**ReArm Europe**」(歐洲再武裝) 方案。歐盟執委會主席范德賴恩表示，為了國防鬆綁舉債限制是歐盟史無前例的事，可讓成員國立即、大量增加防衛投資。歐洲國防股評價有機會繼續提升。
- **DeepSeek效應吸引市場資金關注評價偏低的中國科技股**，港陸相關概念股跑贏大盤，加上美中關係未因川普上台而趨於惡化，亦有利港陸股投資氣氛，建議逢回作多，**優先留意中國大型科技股**。

2025年YTD 歐股及港股漲勢搶眼

指數	2日	數值	淨變動	變動%	時間	年至今%	Ytd漲%
1) 美洲							
11) 道瓊		42801.72	+222.64	+0.52%	03/07 c	+0.61%	+0.61%
12) 標普500		5770.20 d	+31.68	+0.55%	03/07 c	-1.89%	-1.89%
13) 那斯達克		18196.22	+126.96	+0.70%	03/07 c	-5.77%	-5.77%
14) 標普/TSX綜合		24758.76 d	+174.72	+0.71%	03/07 c	+0.12%	+0.28%
15) 標普/BMV IPC		52839.63 d	+23.20	+0.04%	03/07 c	+6.72%	+9.77%
16) IBOVESPA		125034.60 d	+1677.05	+1.36%	03/07 c	+3.95%	+10.84%
2) 歐非中東							
21) 歐盟STOXX 50		5468.41 d	-52.06	-0.94%	03/07 c	+11.69%	+17.20%
22) 富時100		8679.88 d	-2.96	-0.03%	03/07 c	+6.20%	+9.83%
23) 法國CAC40		8120.80 d	-76.87	-0.94%	03/07 c	+10.03%	+15.45%
24) 法蘭克福DAX		23008.94 d	-410.54	-1.78%	03/07 c	+15.57%	+21.27%
25) 西班牙IBEX35		13257.10 d	+22.90	+0.17%	03/07 c	+14.33%	+19.97%
26) 富時MIB		38592.81 d	-186.86	-0.48%	03/07 c	+12.89%	+18.46%
27) OMX STKH30		2729.21	-3.81	-0.14%	03/07 c	+9.91%	+20.88%
28) 瑞士市場		13076.68 d	+47.29	+0.36%	03/07 c	+12.72%	+16.67%
3) 亞太地區							
31) 日經指數		36872.03	-15.14	-0.04%	08:46	-7.58%	-1.33%
32) 恆生指數		24231.30 d	-138.41	-0.57%	03/07 c	+20.79%	+20.75%
33) 滬深300		3944.01 d	-12.23	-0.31%	03/07 c	+0.23%	+1.00%
34) 標普/ASX 200		7956.60	+8.43	+0.11%	08:46	-2.48%	-0.54%
4) 全球							
41) 彭博全球大/中型		1981.54	+0.20	+0.01%	08:46	+1.21%	+1.21%

歐股、陸港股評價偏低 具吸引力

- 美國前財政部長薩默斯(Lawrence Summers)表示：「當人們紛紛拋售美元時，中國和歐洲會成為吸引資本的磁石。」



資料來源：Bloomberg(03/07/2025)，群益投顧彙整

(一)資金從美股流向估值偏低的歐洲及中國股市

資金從美股流向估值偏低的歐洲及中國股市

- 03/04/2025美國總統川普(Donald Trump)對中國、加拿大和墨西哥的新關稅正式生效。惟對符合「美國-墨西哥-加拿大協定」(美墨加協定，USMCA)的產品免關稅，直至4月2日。川普稱，大多數關稅將從4月2日開始實施，並將是對等的。
- 美國稅務基金會(Tax Foundation)研究指出，對中國商品的關稅將使美國 GDP 長期減少0.1%，但對加拿大與墨西哥商品加徵25%的關稅，影響更為顯著，可能使美國GDP減少0.3%。
- 課徵關稅初期，預期美國境內鋼鐵和銅生產商可望受惠、汽車及零組件受害；預期關稅將衝擊美國經濟，民眾縮衣節食，非必需消費品需求下滑，但核心消費則會成為相對安全與防禦型股票。
- 美國未來可能面臨其他國家更多關稅報復回擊，除了降低貿易量，更擔憂供應鏈短缺風險，進一步推升通膨，經濟衰退風險增溫，更使美國金融市場陷入動盪。
- Novi Loren 投資長、前穆迪 (Moody's) 量化策略主管 Lily Francus 稱，「美元因關稅消息上漲並不可怕」，「可怕的是當美元因關稅消息而下跌。」(美元可能正在失去避險貨幣的地位，另方面，市場預期歐洲國防支出將增加，進而推升歐洲債券殖利率，促此歐元走強，部分資金從美股流出，轉向估值偏低的歐洲及中國股市。

川普關稅範圍與時間表

川普關稅範圍與時間表				
目標	日期	2024 年進口水平	適用利率	當局或法條
加拿大	2 月 1 日宣布；計劃於 2 月 4 日；延至 3 月 4 日	非能源領域 2,920 億美元；1200億美元能源	25%非能源；10% 能源	國際經濟政策研究所
墨西哥	2 月 1 日宣布；計劃於 2 月 4 日；延至 3 月 4 日	5040億美元	25%	國際經濟政策研究所
中國	2 月 1 日宣布；自 2 月 4 日起生效；3 月 4 日增加	4300億美元；最低限度	最初為 10%；增至20%	國際經濟政策研究所
歐洲聯盟	2 月 26 日宣布	5980億美元	25%	未知
鋼鐵和鋁	2 月 10 日宣布；3 月 12 日生效	終止鋼鐵豁免，金額達290億美元；終止 120 億美元的鋁豁免；擴大衍生性商品規模 440 億美元	25%	第232條
汽車	2 月 12 日宣布；4 月 2 日生效	機動車輛2240億美元；汽車零件 830 億美元	25%	未知
銅	調查於 2 月 25 日開始；報告截止時間為 11 月 22 日	170億美元	未知	第232條
半導體和製藥	1 月 27 日宣布；利率指定為 2 月 18 日；生效日期未知	未知（未指定產品和類別）	25%+	未知
農產品	3 月 3 日宣布；4 月 2 日生效	未知（未指定產品和類別）	未知	未知

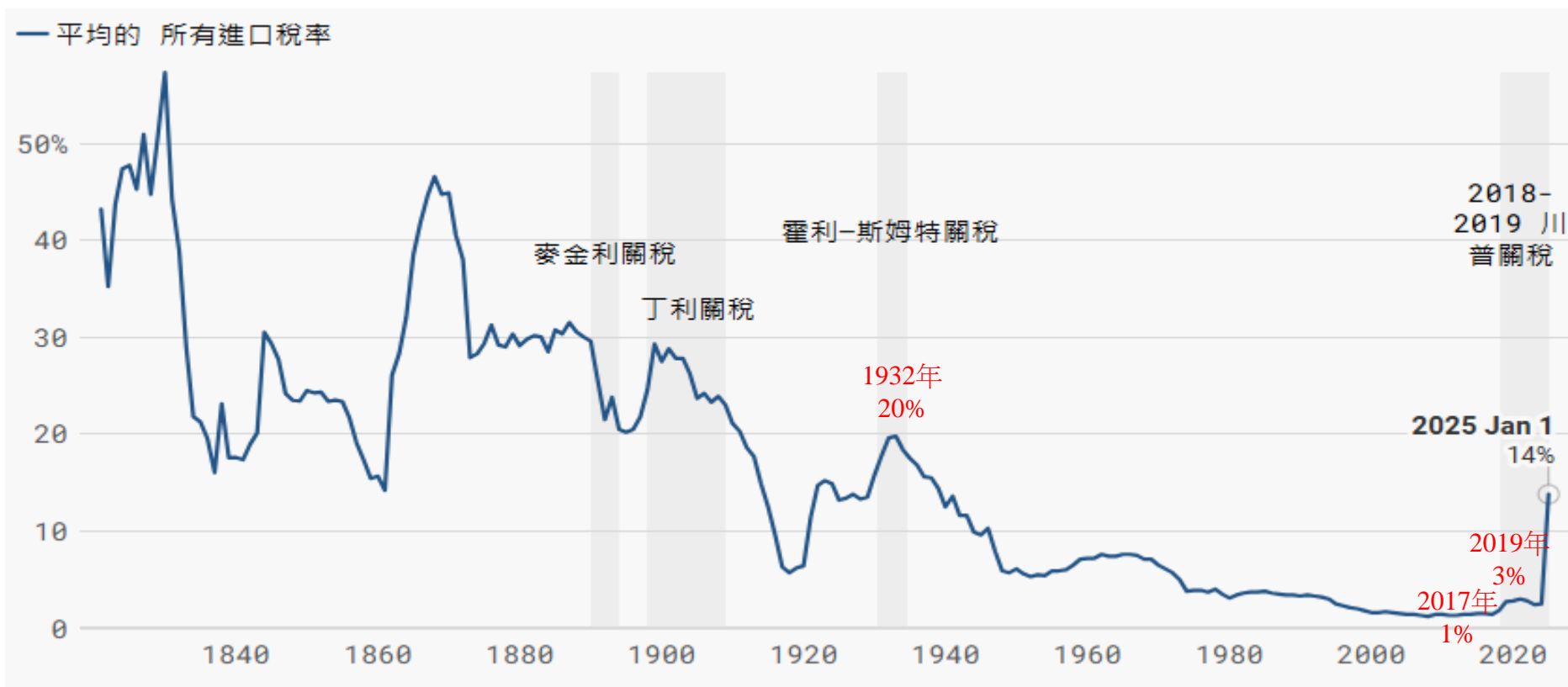
資料來源：Tax Foundation，群益投顧彙整

川普對加墨關稅給予寬限期

- 03/04/2025美國總統川普(Donald Trump)對中國、加拿大和墨西哥的新關稅正式生效，根據新政策，美國從中國進口的商品，除了02/2025已經生效的 10% 關稅外，將再加徵 10%，累計達 20%。此外，美國從加拿大和墨西哥進口的商品關稅也同步上調，所有進口商品一律加徵25%。不過，加拿大的石油進口獲得特別豁免，關稅僅10%，以降低對美國能源市場的衝擊。
- 03/05/2025川普宣布給予遵守現有自由貿易協定的汽車製造商以關稅豁免，消息人士稱，談判正在進行中。但川普明確表示，他不會停止貿易戰，理由是需要更多的邊境管制。。
- 03/05/2025美國總統川普週三簽署墨西哥和加拿大關稅的修正案，宣布對符合「美國-墨西哥-加拿大協定」(美墨加協定，USMCA)的產品免關稅，直至4月2日。他還稱，大多數關稅將從4月2日開始實施，並將是對等的。

川普關稅將進口稅率推升至50年新高

- Tax Foundation估計，如果川普總統提出的所有關稅均予以實施，所有進口商品的平均關稅稅率將從 2024 年的 2.5% 基準水準上升至 13.8%。根據川普提議的關稅，所有進口商品的平均關稅稅率將達到1939年以來的最高水準。



資料來源：Tax Foundation，群益投顧彙整

川普對加墨課25%、中20%關稅

- 川普表示，將對從墨西哥和加拿大進入美國的所有產品徵收25%的關稅。其中墨西哥與加拿大為美國最大的進口國，尤其是兩國產品中，運輸與設備對美國出口最大，其中為了避免貿易戰與享有「美國-墨西哥-加拿大協定」(USMCA)的特惠，多數國家包括日本在內，在墨西哥與加拿大均有設置車廠與機械設備廠房，將受到波及。

美國進口值 — 依主要貨品別分



資料來源：Global Trade Atlas

註：貨品名稱後之括弧數字為2023年進口排名序位

資料來源：UN comtrade，群益投顧彙整

關稅對進口運輸工具影響

- 墨西哥向為美國進口運輸工具最大來源國，近年因美中貿易戰引發全球供應鏈調整，國際車廠進駐，加上地理及自由貿易協定優勢，2023年占32.0%，較 2017年上升5.7個百分點；南韓因品牌競爭力提升，超越德國躍升為第四大進口國。

美國運輸工具進口值 — 依國家別分

國別	2023年		2017年		2023年與2017年比較			
	(億美元)	占比 (%)	(億美元)	占比 (%)	增減金額 (億美元)	增減率 (%)	貢獻率 (%)	占比 (百分點)
總計	4,123	100.0	3,245	100.0	878	27.1	100.0	--
墨西哥	1,318	↑ 32.0	852	26.3	467	54.8	53.1	5.7
加拿大	648	↓ 15.7	616	19.0	32	5.2	3.6	-3.3
日本	512	↓ 12.4	548	16.9	-36	-6.6	-4.1	-4.5
南韓	382	↑ 9.3	211	6.5	171	81.0	19.5	2.8
德國	376	9.1	304	9.4	72	23.6	8.2	-0.3
中國大陸	170	4.1	158	4.9	12	7.5	1.4	-0.8
英國	112	2.7	113	3.5	-1	-1.3	-0.2	-0.8
義大利	82	2.0	75	2.3	7	8.8	0.8	-0.3
法國	67	1.6	75	2.3	-8	-10.9	-0.9	-0.7

資料來源：Global Trade Atlas

資料來源：UN comtrade，群益投顧彙整

關稅對進口機械與家電影響

- 2017年美國自中國大陸進口機械與家用電器居各國之首，占整體進口22.1%，惟在貿易戰效應下，2023年占比下降7.2個百分點，退居第二。取而代之的是來自墨西哥、加拿大、德國、南韓等進口增加，2023年合計四者貢獻率逾5成，其中墨西哥超越中國大陸躍居美國最大進口國。

美國機械與家用電器進口值 — 依國家別分

國別	2023年		2017年		2023年與2017年比較			
	(億美元)	占比 (%)	(億美元)	占比 (%)	增減金額 (億美元)	增減率 (%)	貢獻率 (%)	占比 (百分點)
總計	3,356	100.0	2,521	100.0	835	33.1	100.0	--
墨西哥	546	16.3	349	13.8	197	56.6	23.6	2.4
中國大陸	500	14.9	557	22.1	-57	-10.3	-6.9	-7.2
日本	349	10.4	305	12.1	44	14.4	5.3	-1.7
德國	335	10.0	245	9.7	91	37.0	10.8	0.3
加拿大	311	9.3	209	8.3	102	48.6	12.2	1.0
南韓	168	5.0	97	3.9	71	72.9	8.5	1.2
義大利	141	4.2	94	3.7	47	50.2	5.7	0.5
英國	123	3.7	73	2.9	50	69.6	6.0	0.8
法國	93	2.8	89	3.5	4	4.3	0.5	-0.8

資料來源：Global Trade Atlas

資料來源：UN comtrade，群益投顧彙整

關稅對進口資通產品影響

- 中國大陸向為美國資通與視聽產品最大進口來源國，惟在美中貿易戰下，進口規模大幅衰退。相對之下，美國自越南、台灣進口之資通與視聽產品則大幅成長，而且自美中貿易戰之後，台商的製造產能部分移回台灣生產，且部分台商也到美國投資生產。

美國資通與視聽產品進口值 — 依國家別分

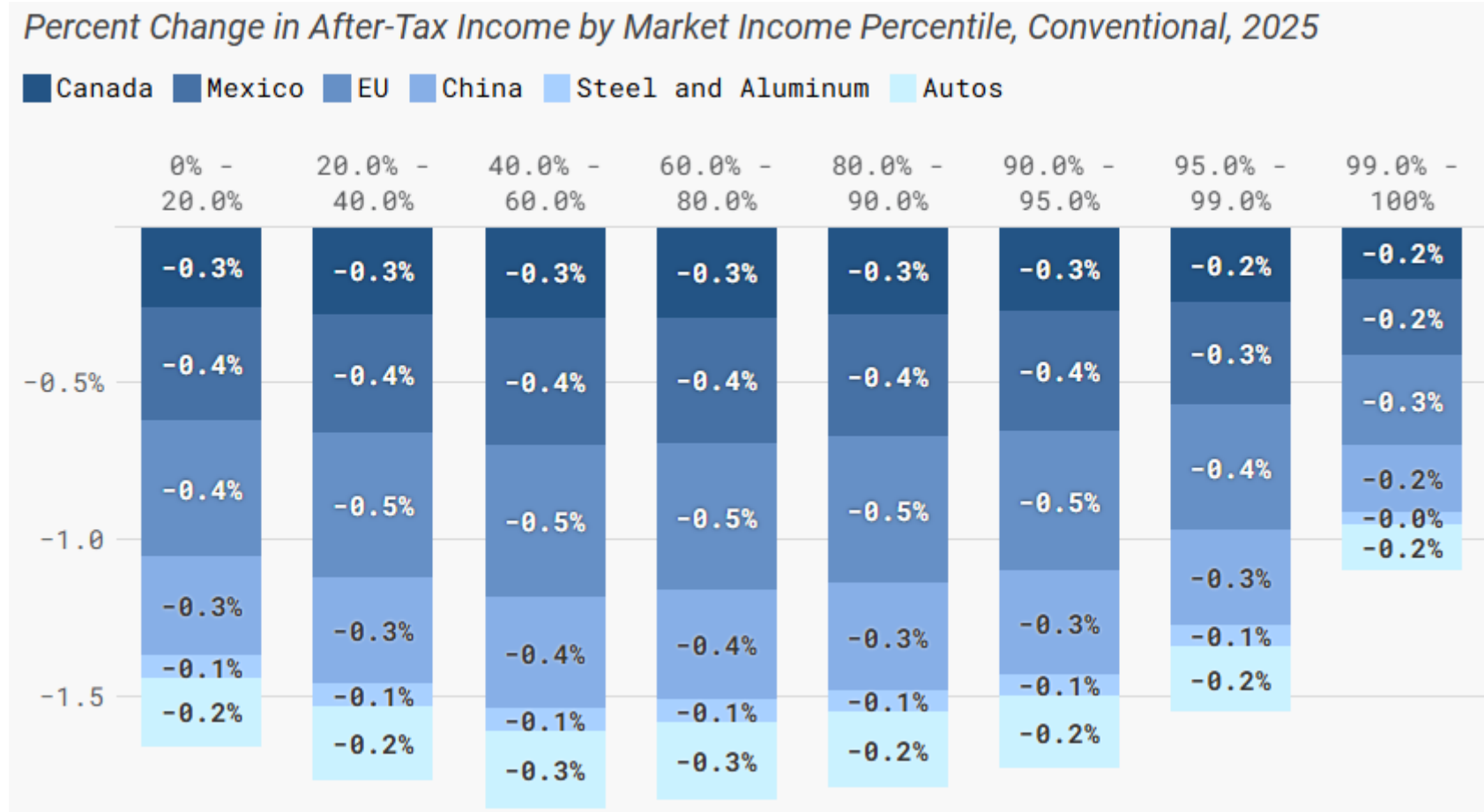
國別	2023年		2017年		2023年與2017年比較			
	(億美元)	占比 (%)	(億美元)	占比 (%)	增減金額 (億美元)	增減率 (%)	貢獻率 (%)	占比 (百分點)
總計	3,215	100.0	2,869	100.0	346	12.1	100.0	--
中國大陸	1,177	36.6	1,672	58.3	-494	-29.6	-142.9	-21.6
墨西哥	564	17.6	470	16.4	94	20.0	27.1	1.2
中華民國	401	12.5	105	3.6	296	283.0	85.6	8.8
越南	386	12.0	75	2.6	310	413.0	89.8	9.4
泰國	158	4.9	100	3.5	58	58.0	16.8	1.4
馬來西亞	96	3.0	88	3.1	8	9.4	2.4	-0.1
南韓	92	2.9	112	3.9	-20	-18.0	-5.8	-1.0
印度	66	2.0	2	0.1	63	2,755.4	18.3	2.0
日本	41	1.3	52	1.8	-11	-21.4	-3.2	-0.5

資料來源：Global Trade Atlas

資料來源：UN comtrade，群益投顧彙整

關稅將使家庭稅後收入減少 1.7%

- Tax Foundation估計，整體而言，關稅將導致2025年的家庭稅後收入平均減少1.7%。



資料來源：Tax Foundation，群益投顧彙整

川普關稅對經濟的衝擊

- 假設對所有從墨西哥進口的產品徵收 25% 的關稅；對所有從中國進口的產品徵收 20% 的關稅；對所有來自歐盟的進口產品徵收 25% 的關稅；對從加拿大進口的所有產品徵收 25% 的關稅，但 HTS 代碼 2709、2710、2711 和 2716 除外，這些產品需徵收 10% 的關稅。
- Tax Foundation 估計，在考慮任何外國報復之前，對加拿大、墨西哥、中國和機動車輛徵收的關稅將分別導致美國經濟產出減少 0.1%；對歐盟徵收關稅將使美國經濟產出減少 0.2%；而擴大鋼鐵和鋁關稅將導致美國經濟產出減少不到 0.05%。

川普總統提議的關稅的估計影響

	中國	加拿大	墨西哥	歐盟	擴大鋼鐵和鋁關稅	機動車及機動車零件
GDP	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	Less than -0.05%	-0.1%
Capital Stock	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	Less than -0.05%	-0.1%
Pre-Tax Wages	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

資料來源：Tax Foundation，群益投顧彙整

美國汽車及零組件(受害)

- 美國大部分汽車都是在境內生產的，只有16%在墨西哥生產，略高於7%在加拿大生產。然而，對來自這些國家的進口產品(以及從美國以外進口的零件)徵收25% 的關稅將使汽車成本平均增加6,250美元，這筆額外成本很可能由製造商和消費者共同承擔。



資料來源：群益投顧彙整

美國鋼鐵業(初級受惠、下游受害)

- 川普對鋼鐵、銅等課徵關稅，美國的鋼鐵和銅生產商將獲得最多的受益。但是美國境內鐵礦與原材料開採的比重很小，多數下游業者都由海外進口鐵礦、初級鋼以及銅製品，因此，將這些原材料加工成成品的下游製造業將受到最大的傷害。



SSSTEL Index (標準普爾500鋼鐵類指數) 每日 07MAR2024-07MAR2025

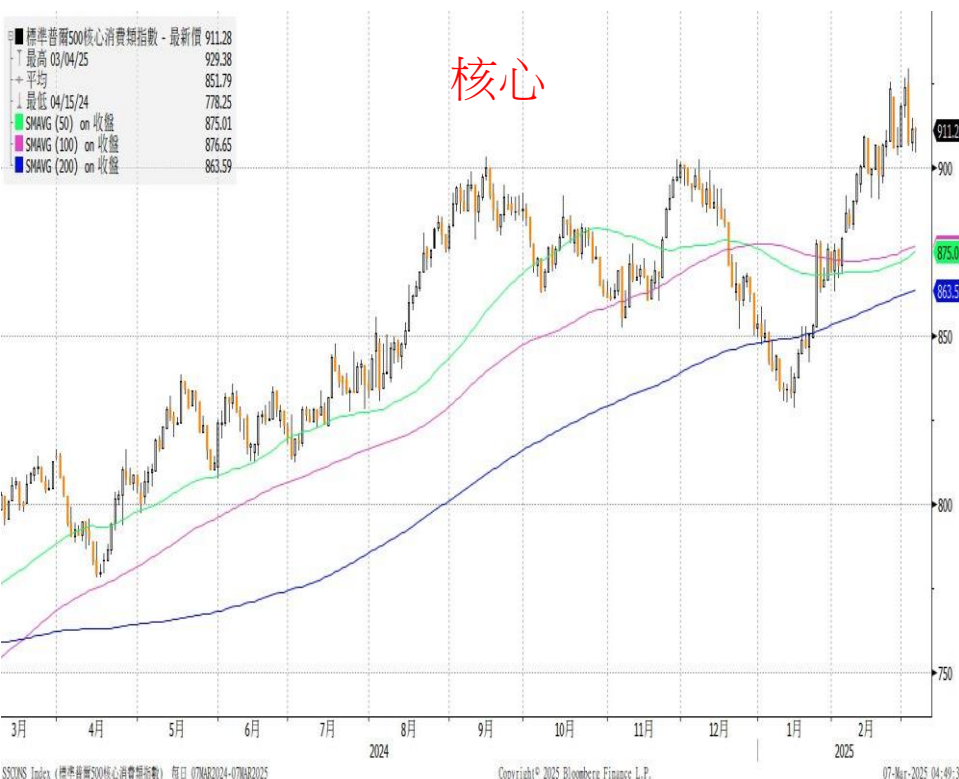
Copyright© 2025 Bloomberg Finance L.P.

07-Mar-2025 04:55:44

資料來源：群益投顧彙整

(核心消費受惠、非必需消費品受害)

- 美國消費者在購買這些海外商品時將面臨更高的稅負成本，進一步降低購買力，不利未來消費。Target和Best Buy公司提醒消費者，加徵關稅將使產品價格上漲。
- 預期關稅將衝擊美國經濟，民眾縮衣節食，非必需消費品需求下滑，但核心消費則會成為相對安全與防禦型股票。



資料來源：群益投顧彙整

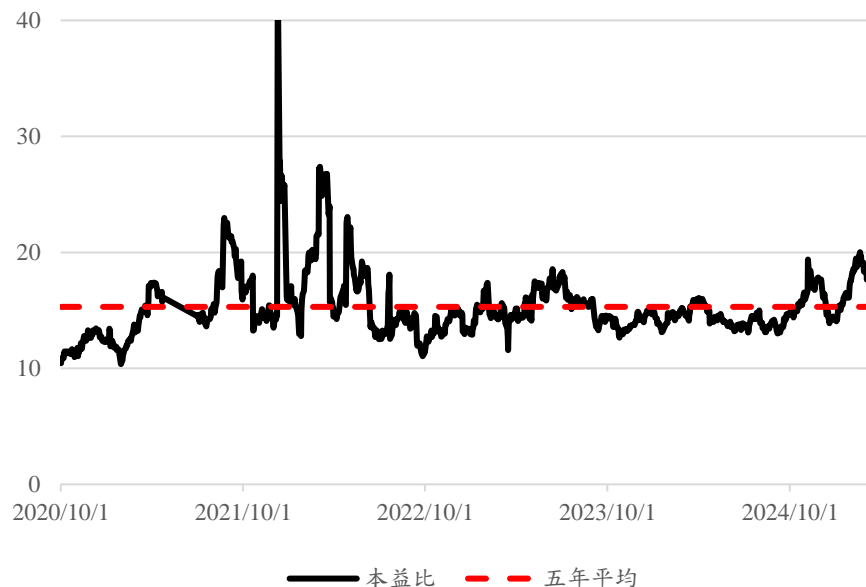
Nucor Corporation (NUE US)受惠鋼鐵關稅

- 美國對進口鋼鐵徵關稅，作為美國最大的鋼鐵生產商，Nucor處於有利位置，由於關稅使得外國鋼鐵變得更加昂貴，從而給予了像Nucor這樣的美國本土鋼鐵生產商顯著的優勢。Nucor能夠透過增加市場份額和提高價格，提升利潤率。

Nucor股價走勢圖



Nucor本益比



資料來源：公司財報、群益投顧預估彙整



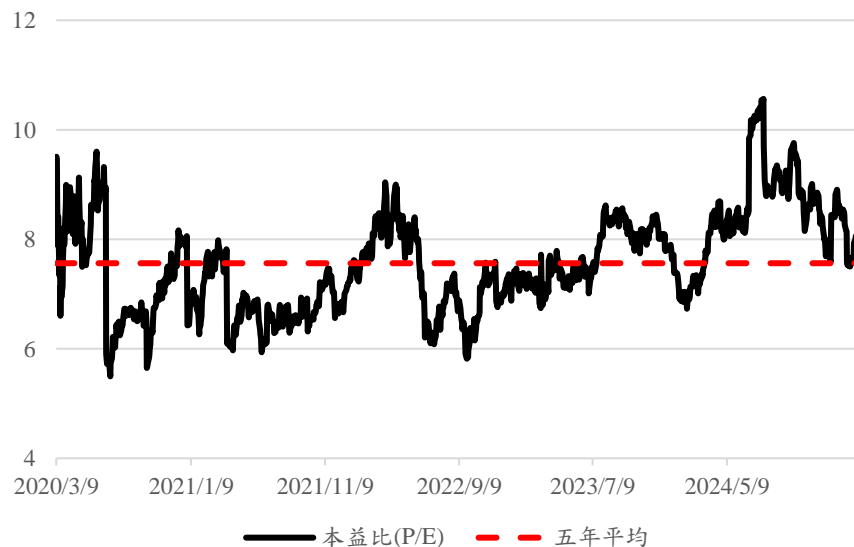
Bunge Global SA (BG US) 美中貿易戰受益者

- Bunge 是全球農業行業的領導者，在全球範圍內運營，並從多個地區進口穀物和油料種子。美國和中國之間的貿易緊張局勢意味著 Bunge 能夠進一步擴大其在全球其他國家的市場份額，特別是在像南美洲這樣的地區，實現收入來源多元化，降低與美中貿易戰相關的風險。

Bunge股價走勢圖



Bunge本益比



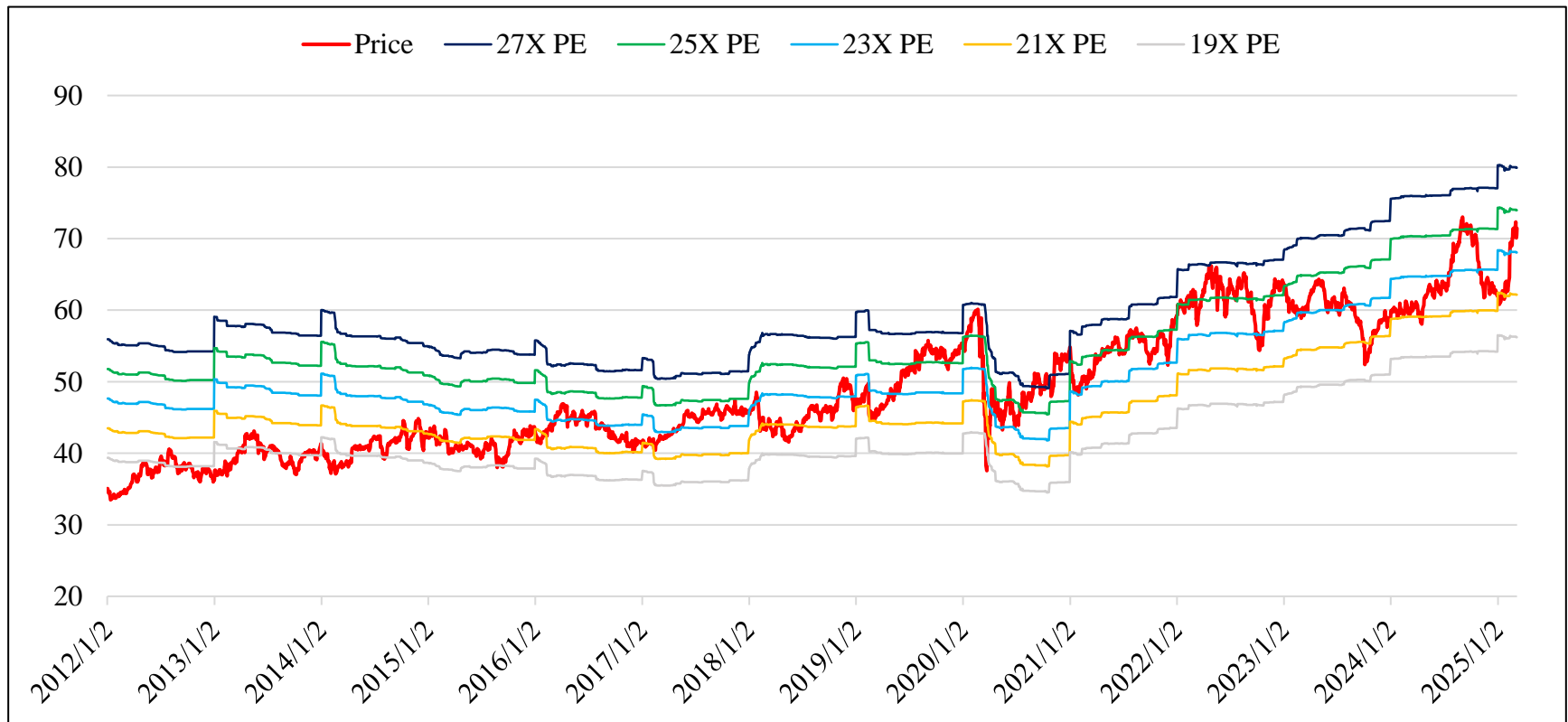
資料來源：Bloomberg，群益投顧預估彙整

The Coca-Cola Company (KO US)

有望不受貿易戰影響

- 由於可口可樂瓶裝業務的廣泛在地化，因此可以避免全球貿易複雜前景的負面影響。預期2025年KO受惠通膨趨緩以及國際市場穩健復甦，有助於獲利進一步上升，預計FY2025EPS達3.1美元，且評價有望回升至25XPE，目標價78美元。

Coca-Cola Forward P/E ratio

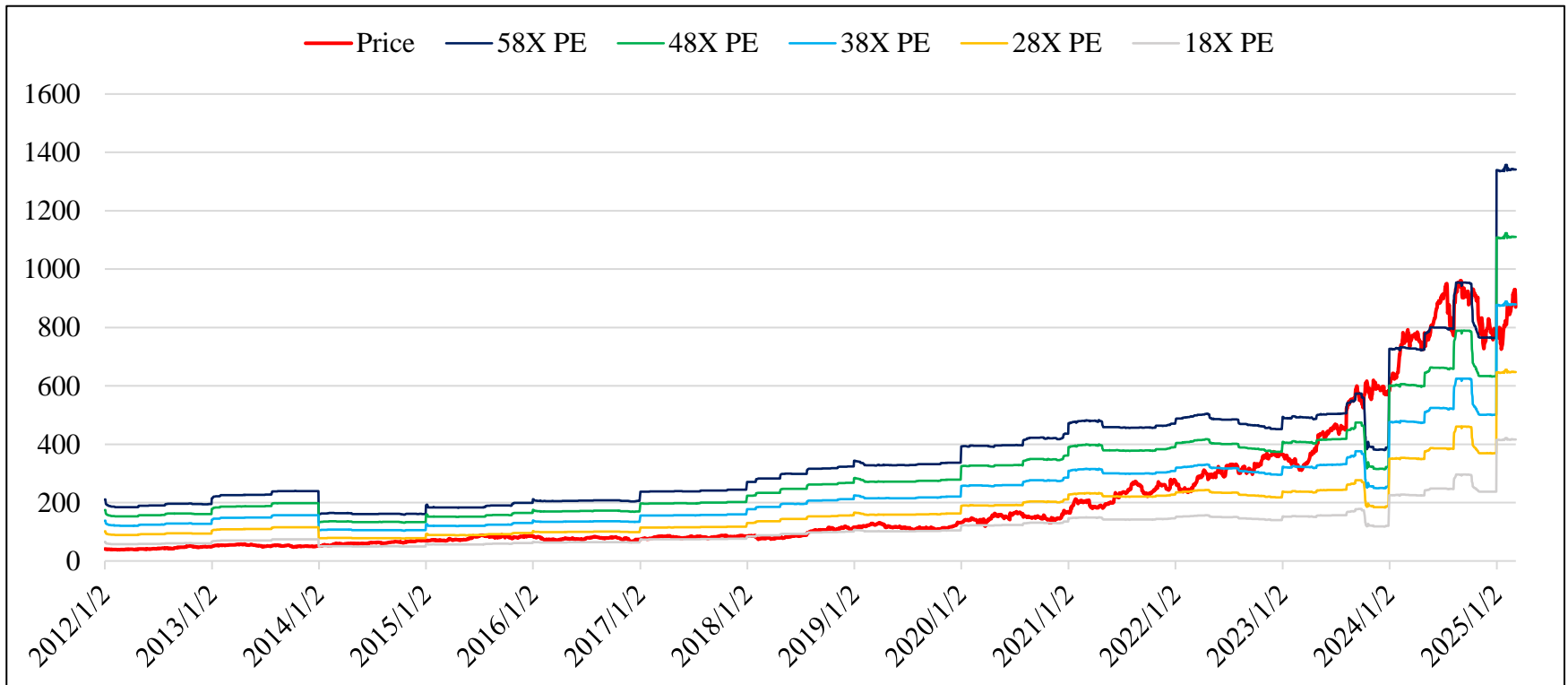


資料來源：Bloomberg，群益投顧預估彙整

Eli Lilly (LLY US)在地生產 有望避免關稅戰衝擊

- 預期2025年禮來會因為減肥藥物適用範圍擴大以及海外許可國家增加，再加上各地產能擴張順利，進而提高營收成長，有助於獲利進一步上升，預計FY2025 EPS達23美元，且評價有望上升至48XPE，目標價1,100美元。

LLY Forward P/E ratio

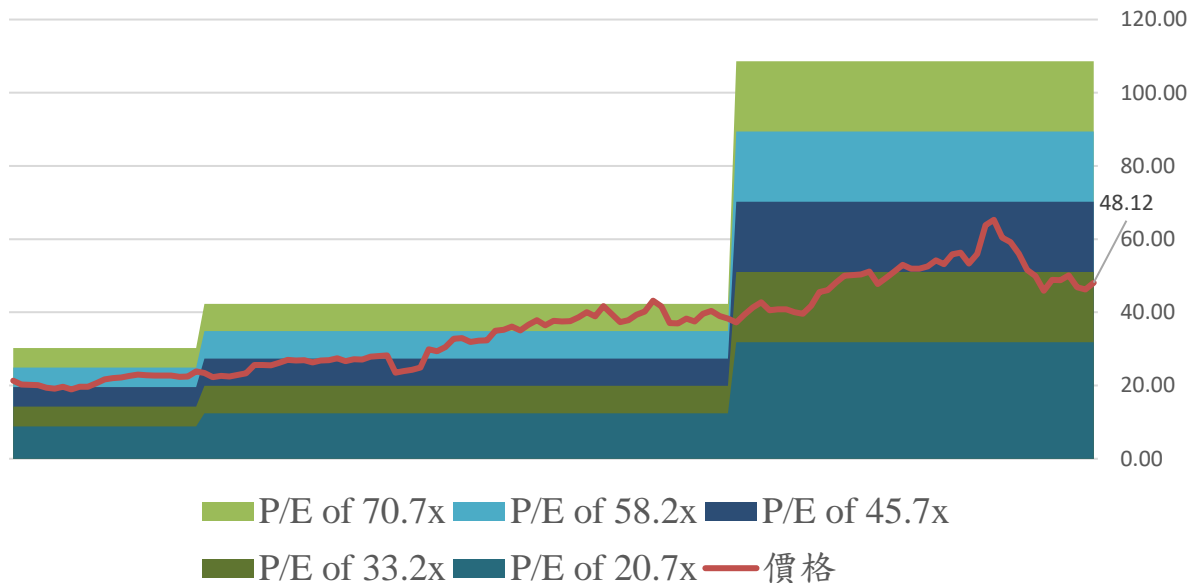


資料來源：Bloomberg，群益投顧預估彙整

Robinhood(HOOD US)新興交易平台

- Robinhood Markets是簡單明瞭，易懂好用的券商。期權及虛擬貨幣交易功能受散戶與新手歡迎。公司於4Q23開始獲利，2024年財務表現亮眼，今明兩年預計仍維持雙位數營收增長及高淨利率。
- 未來發展(1)受惠於川普政府推廣虛擬貨幣，公司支援超過40種虛擬貨幣交易(2)目標瞄準活躍交易者與國際擴展。Robinhood Markets商業模式穩定，只要市場交易便可獲利，另與虛擬貨幣題材掛勾，兼具防禦及波段機會。

HOOD過去半年P/E河流圖(P/E Band)

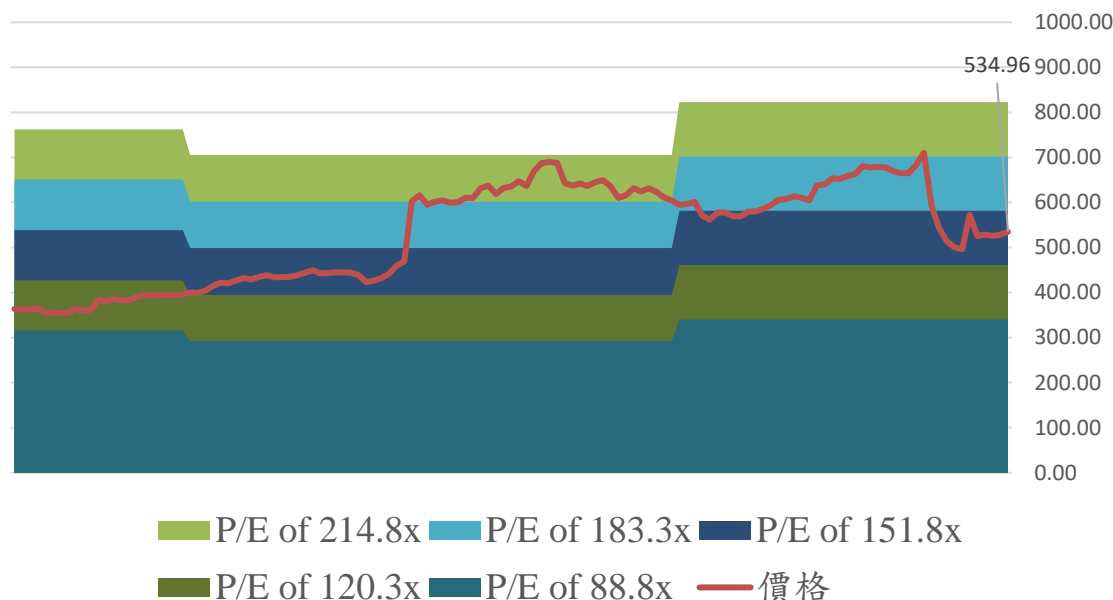


%	2022	2023	2024	2025E	2026E
營收成長率	-25.2	37.3	58.2	28.1	13.7
營利率	-61.1	-22.9	34.4	42.7	45
淨利率	-65.1	-24.4	46.8	35.7	35.4

Axon(AXON US) 全方位公安AI應用龍頭

- AXON Enterprise 業務包含(1) 泰瑟電擊槍。(2)執法紀錄儀、車隊攝影機。(3)無人執法設備(無人機、機器人)。(4)搭配AI功能的即時監控軟體。
- 公司近來營收成長迅速，過去3年每年營收YoY>30%，未來2年料也能輕鬆維持雙位數增長。
- 隨美國新政府加強打擊執法、拘捕非法移民、加強邊境安全，公司產品需求穩定擴張。
- 4Q24開始推出訂閱制AI Era Plan，包含自動生成筆錄逐字稿，料未來能與軟體大幅貢獻營收。是具基本面及題材的標的。

AXON過去半年P/E河流圖(P/E Band)



%	2022	2023	2024	2025E	2026E
營收成長率	37.8	31.6	33.4	25.4	22.5
營利率	8.5	10.2	3.6	-1.1	7.5
淨利率	12.3	11.3	18.1	4	9.5

資料來源：Bloomberg、公司網站、群益投顧彙整

(二) 歐洲時代的十字路口

- 歐洲全面走向財政鬆綁
- 德國率先採取國防擴張
- ECB積極降息有望支撐經濟穩健成長
- 企業獲利2025年持續改善
- 歐股評價具提升空間，而國防工業股有望進一步受惠。

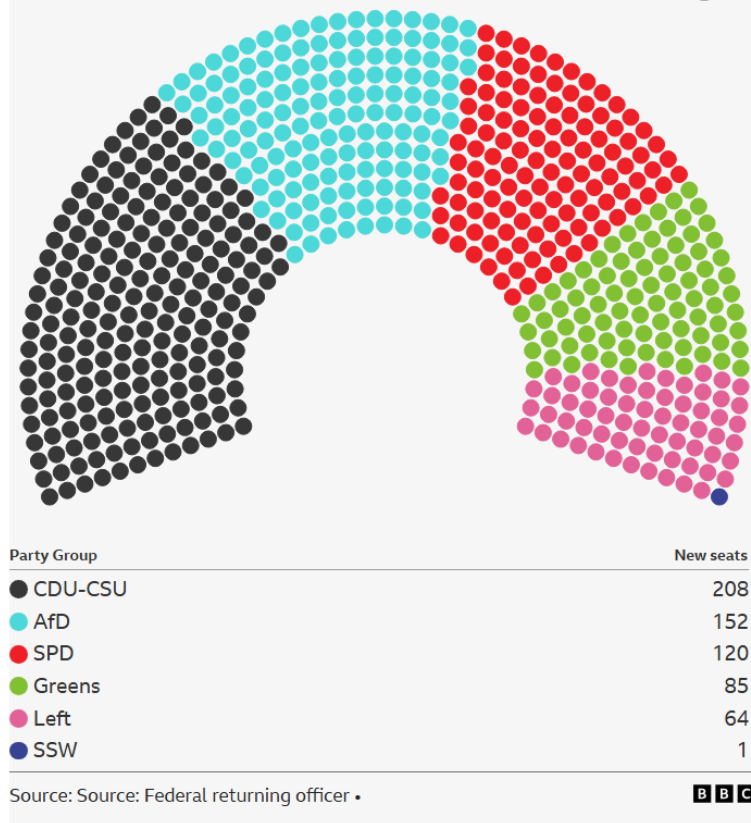
歐盟大轉向，重新武裝自己

- 美國切斷軍援烏克蘭，引燃歐洲對美國保護承諾可靠性的深切憂慮。歐盟執行委員會(European Commission)主席范德賴恩(Ursula von der Leyen) 03/04/2025提出「[ReArm Europe](#)」(歐洲再武裝)計畫，可以調動近 8,000 億歐元的國防支出，打造一個安全且有韌性的歐洲。該計劃包括 5 大核心重點：
 1. 放寬赤字限制：允許成員國突破 GDP 3%的赤字紅線，未來 4 年可額外增加相當於 GDP 1.5%(約 6,500 億歐元)用於軍備建設。(歐盟2024年國防支出總額約3,260億歐元，相當於GDP的1.9%。執委會估計，若歐盟27國平均多拿出約當1.5%GDP的國防預算，合計將有近6,500億歐元。)
 2. 創設 1,500 億歐元專款：設立自願參與貸款機制，規避荷蘭等國反對。重點支持泛歐防空系統、飛彈、無人機等戰略設備採購，強化對烏軍援能力。
 3. 挪用區域發展基金：原用於扶持貧困地區的「凝聚力基金」可轉用於國防領域。
 4. 國防資本聯盟：建立企業融資便利機制，破解防衛產業資金瓶頸。
 5. 鬆綁投資限制：歐洲投資銀行擬放寬對「軍事警用裝備」的投資限制(不含武器彈藥)，突破現行僅限軍民兩用產品的規定。
- [03/06/2025](#)歐盟緊急高峰會達成共識，支持「歐洲再武裝」方案。執委會主席范德賴恩表示，[為了國防鬆綁舉債限制是歐盟史無前例的事，可讓成員國立即、大量增加防衛投資](#)。

堅守財政紀律的德國 轉向鬆綁舉債上限、拉高國防預算

- 02/23/2025 德國聯邦議院選舉結果，德國最大在野黨聯盟--基民盟/基社盟 (CDU/CSU) 以28.8% 支持率成為國會最大黨，主席梅爾茨(Friedrich Merz)將成為下任總理。

Distribution of seats in 21st German Bundestag



梅爾茨以「企業家」形象自詡，主張未來不管是社福還是氣候，規劃政策前的首要考量的只有「如何提升德國核心競爭力、拯救德國經濟」。

- 立場：保守右派，經濟自由主義
- 01/2025與AfD合作推動加強移民限制的非拘束性動議，但是表明絕對不與AfD成立聯合政府。
- 不反對改革德國的舉債規則：0.35%的GDP限制。
- 支持將國防預算拉高至GDP的3%。

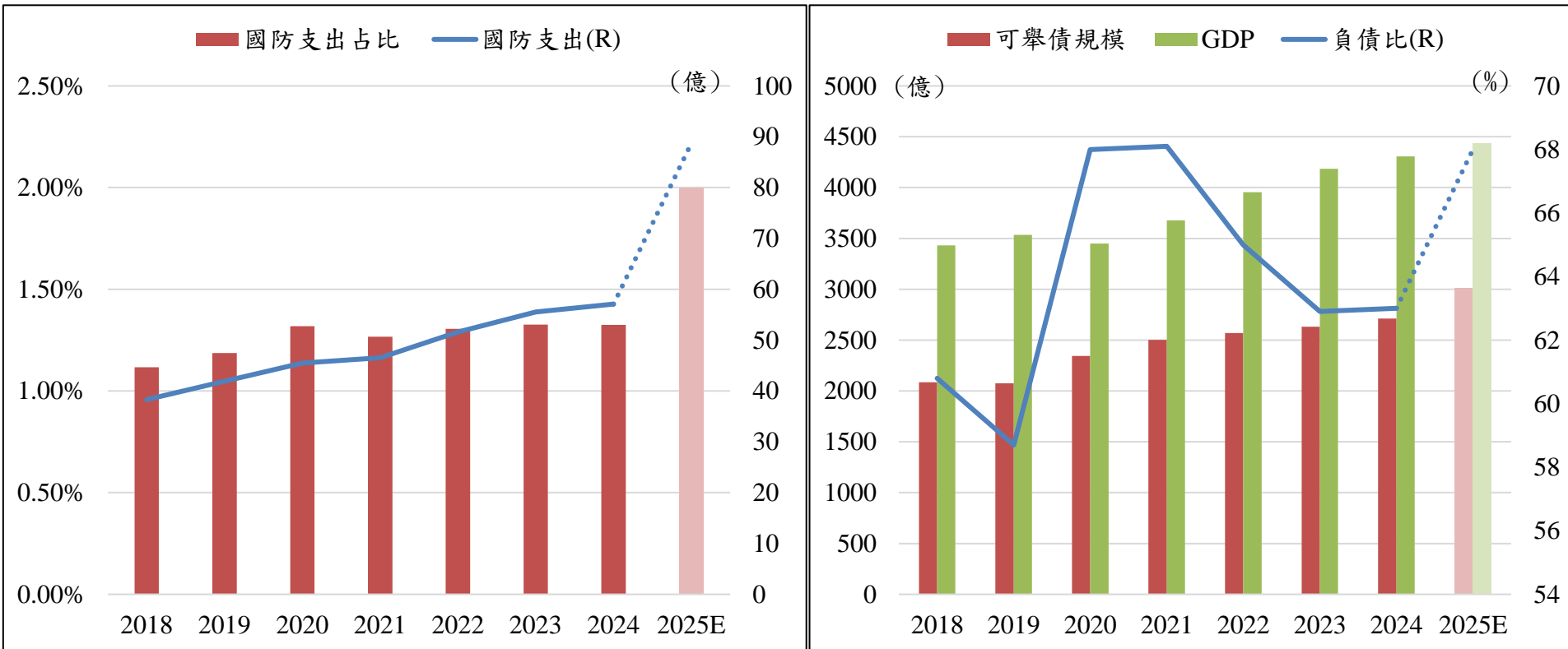
CDU/CSU政策有利刺激投資與經濟

經濟政策：

- 將企業所得稅率降低至最高25%。
- 徹底取消團結附加費。
- 改善企業折舊政策和虧損抵銷機制，從而激勵企業加大投資。
- 簡化繁雜的法規與官僚程序，廢除影響供應鏈自由運作的現行法律，進一步減少不必要的行政負擔。
- 要求企業與政府在未來十年內將研發投入提升至GDP的3.5%。
- 成立專責的聯邦數位部門，以促使數位轉型進一步滲透到製造業的各個環節。
- 提出建立新創保護區，為了減輕初創企業在早期面臨的官僚約束和市場風險。
- 重塑歐洲及全球供應鏈的穩定性，並鼓勵本土化生產。這包括推動更多與歐洲及國際技術夥伴的協作，降低對外部不穩定因素的依賴。

德國舉債與財政擴張規模擴大

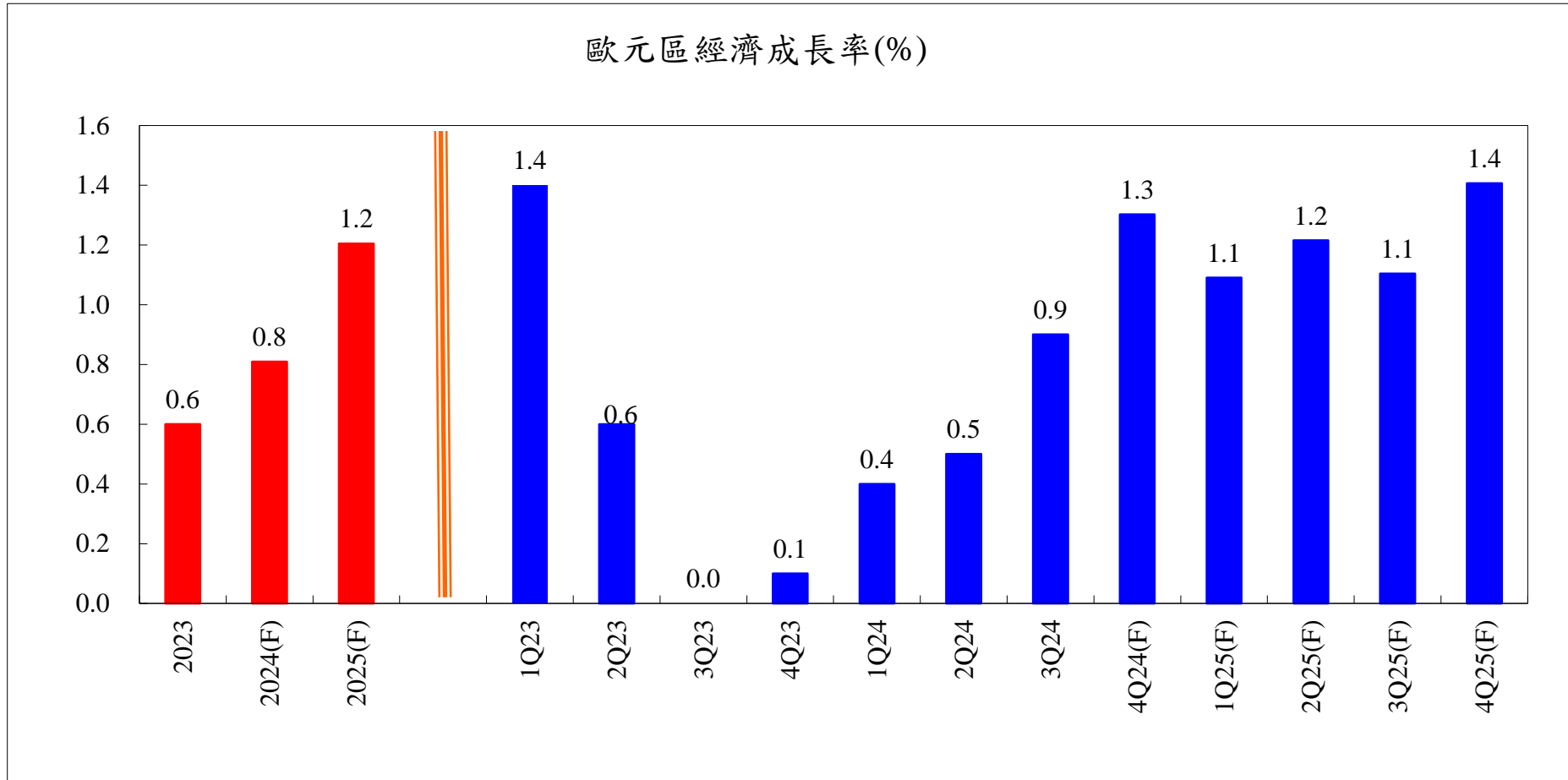
- 目前德國國防支出佔名目GDP約1.33%，仍低於北約的2%目標，若是2025年就達成2%目標則支出將提高到887億歐元，且假若國防支出不受舉債剎車限制，則用於公共投資與建設的預算赤字將可以進一步擴大。
- 德國央行提議將舉債限制從0.35%升高至1.4%，預計提供2,200億的額外舉債空間。



資料來源：新聞、Bloomberg，群益投顧預估彙整

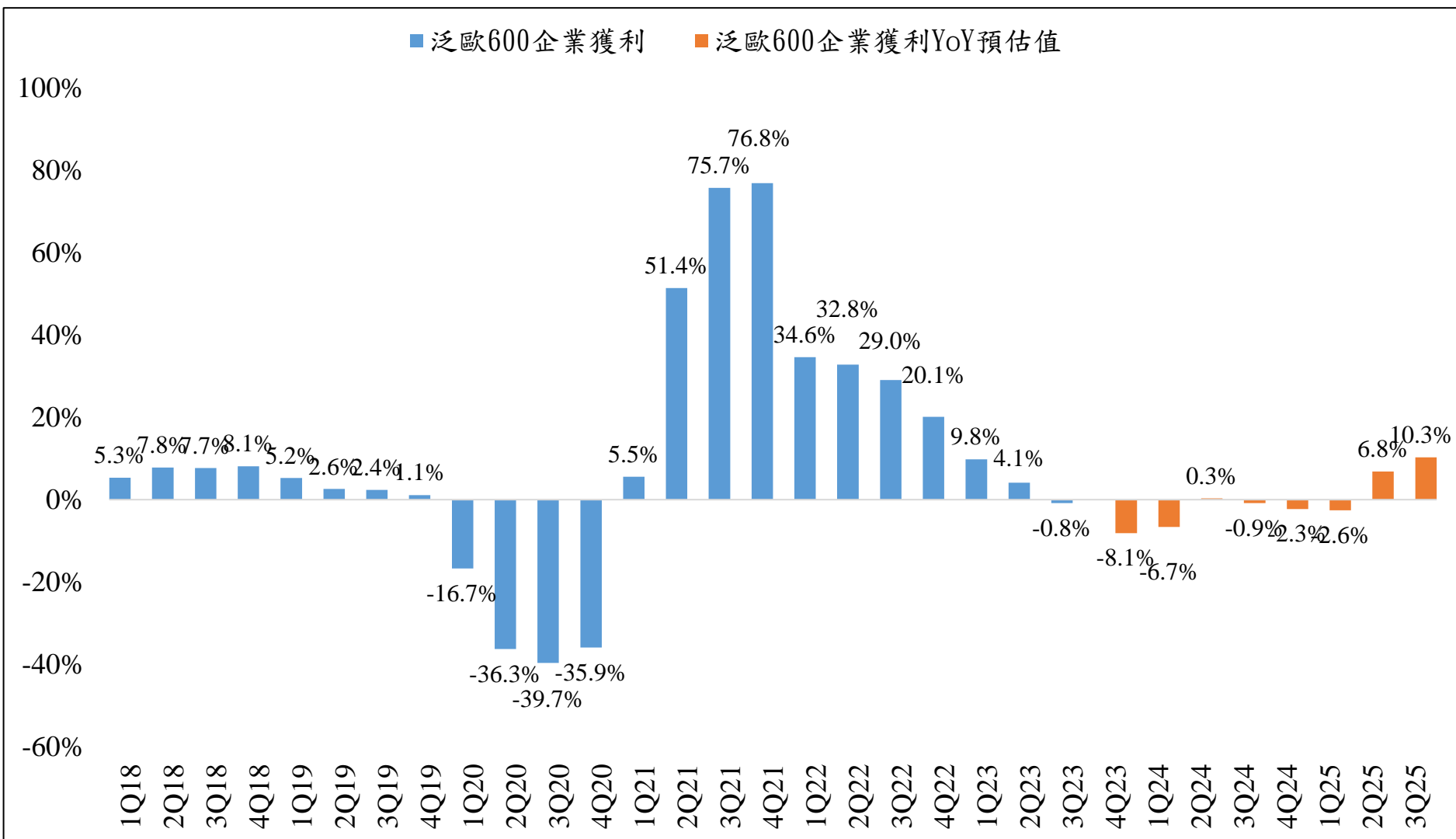
預估2025年歐元區GDP YoY+1.2%

- 雖然服務業成長力道保持穩健，且由於通膨穩定低檔且工資持續正成長，有利於歐元區消費支出保持韌性。再加上ECB積極降息有望支撐經濟穩健成長。



資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧預估彙整

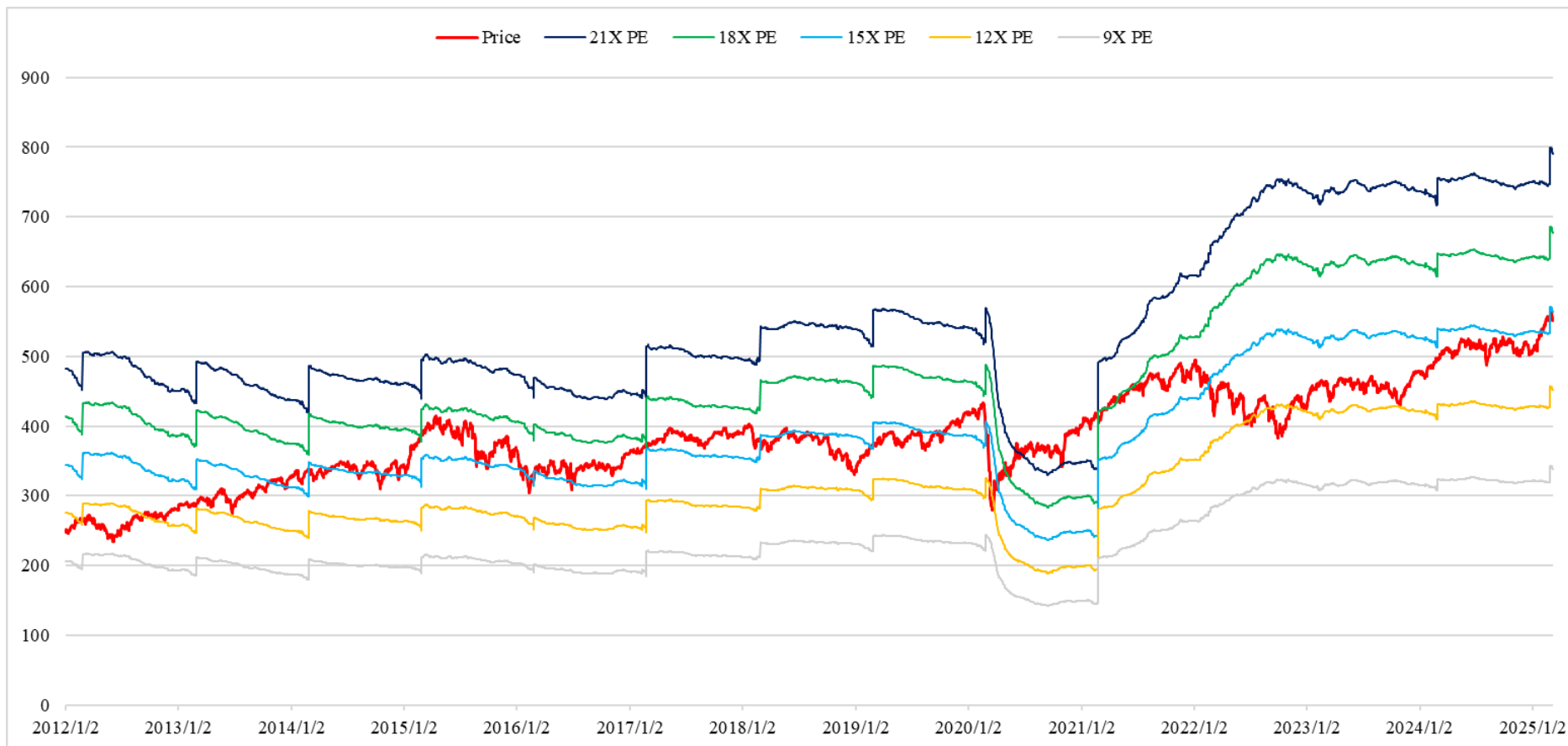
歐元區企業獲利2025年持續改善



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

歐股評價有機會繼續提升

- 歐洲內需製造以及企業規範鬆綁，再加上國防預算大幅擴編與內部採購都有可能提升歐洲國防工業與工業的營收與獲利。能源價格下降也有利於消費復甦與投資效率提升，因此歐股仍有評價提升的空間，而國防工業股有望進一步受惠。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

歐洲國防股評價有機會繼續提升



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

歐洲國防工業股清單

代碼	名稱	年至今總報酬↓	1個月總報酬
30) 每月高-低報酬差異 (1年) ⚙ 什麼數值有效	30) 每月高-低報酬差異 (1年) ⚙ 什麼數值有效		 較高
		<輸入篩選>	
可投資總體 (16)	可投資總體 (16)	24.3%	14.9%
31) W5 SS	31) W5 SOLUTIONS AB	62.7%	38.0%
32) R3NK GR	32) RENK GROUP AG	57.7%	27.3%
33) RHM GR	33) 萊茵金屬公司	55.9%	31.4%
34) LDO IM	34) 李奧納多有限公司	38.3%	21.8%
35) THEON NA	35) THEON INTERNATIONAL PLC	36.7%	24.6%
36) MILDEF SS	36) MILDEF GROUP AB	34.1%	28.8%
37) HO FP	37) 達利斯有限責任公司	33.9%	21.9%
38) SAABB SS	38) 紳寶公司	28.2%	28.2%
39) EXENS FP	39) EXOSENS SAS	26.6%	9.5%
40) AM FP	40) 達梭航太有限責任公司	22.6%	16.1%
41) CHG LN	41) CHEMRING GROUP PLC	13.7%	15.6%
42) BA/ LN	42) 英國航太系統公司	13.6%	5.4%
43) AVON LN	43) 雅芳科技公開有限公司	-0.5%	-1.2%
44) CHRT LN	44) Cohort公司	-2.3%	-8.6%
45) QQ/ LN	45) 奎奈蒂克集團公司	-4.3%	2.8%
46) MLVER FP	46) VERNEY-CARRON SA-REG SHS	-28.0%	-23.4%

資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧彙整

歐洲航太與防禦系統股清單

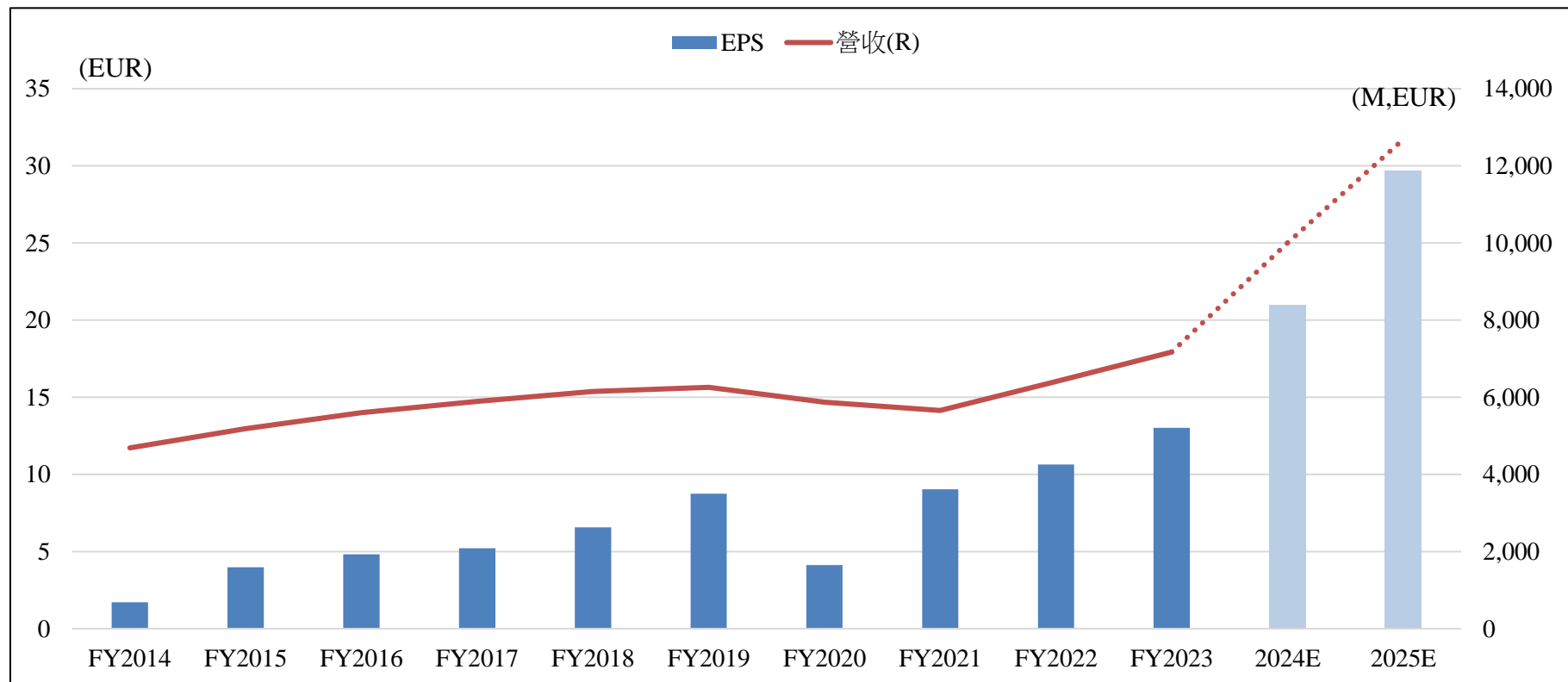
	成員公司	市值	產業營收↓	總營收%
1)	萊茵金屬公司	1.33T	34.31B	14.19
2)	達利斯有限責任公司 HO FP	1.29T	175.60B	28.39
3)	* OHB SE OHB GR	41.32B	35.31B	100.00
4)	* NSE ALNSE FP	3.44B	2.47B	95.00
5)	Gooch & Housego有限公司 GHH LN	4.70B	1.40B	25.34
6)	* AAC CLYDE SPACE AAC SS	1.01B	812.46M	100.00
7)	* OFFICINA STELLAR OS IM	2.71B	507.40M	100.00
8)	Intracom控股有限責任公司 INTRK GA	9.25B	0.00	0.00
9)	* DANISH AEROSPACE	240.32M		

資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧彙整

萊茵金屬(Rheinmetall AG) (RHM GR)

(ADR代號：RNMBY OTC)

- 萊茵金屬公司經營汽車、電子器材、國防武器及工程等業務。該公司生產車用泵浦與零件為汽油與柴油車輛及固定引擎提供氣流、減少排放、供應燃料與活塞；生產引擎和其他用途的軸承、鋁製引擎汽缸體等；亦為引擎維修店家提供售後服務。



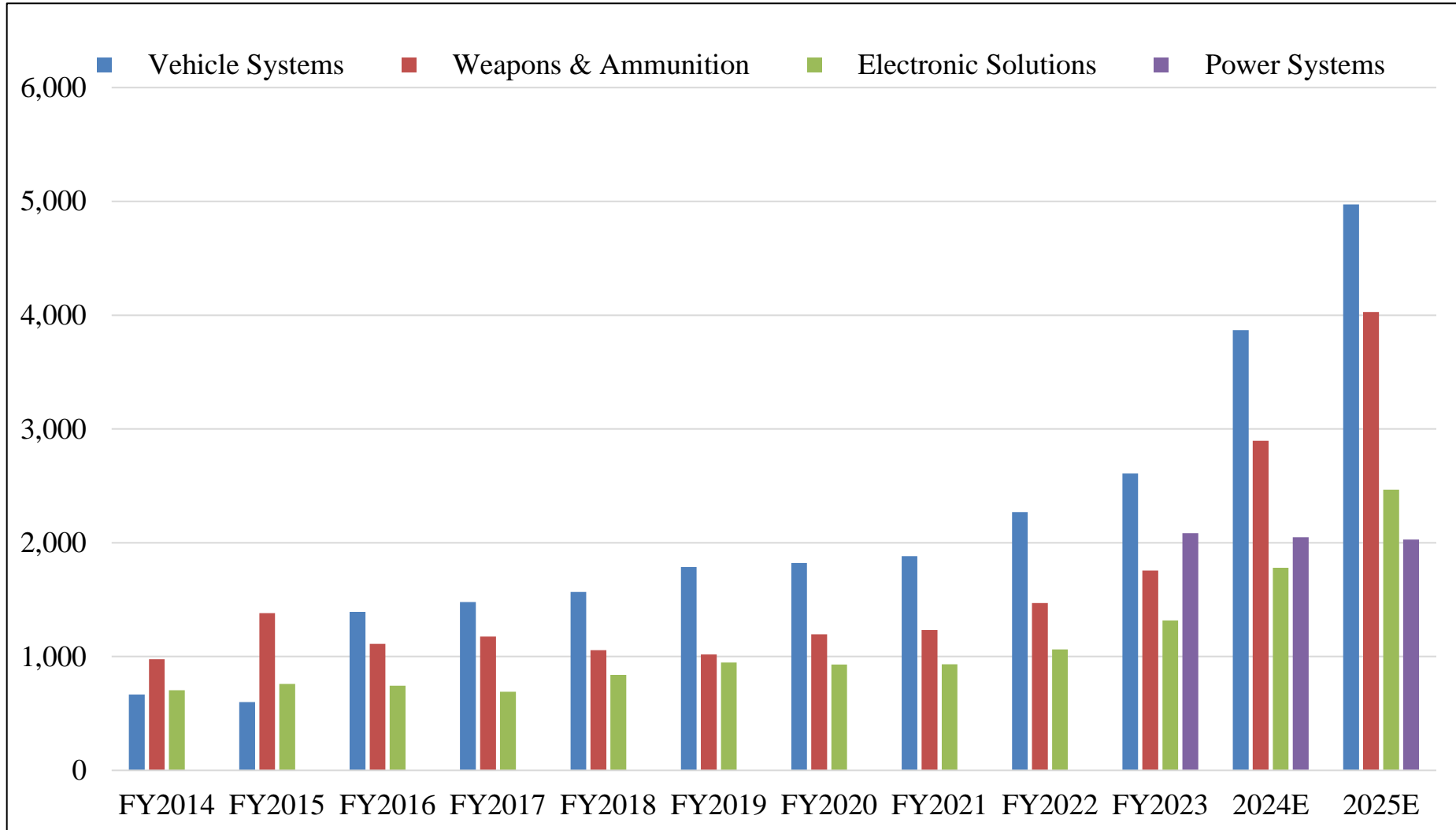
資料來源：Markit，Bloomberg，群益投顧彙整

萊茵金屬--最新公司投資人日

- 對於2025年，將隨著2024年數據的發布(3/12公布財報)提供完整的指導，國防業務的成長將繼續下去。預計國防業務到2024年將成長30%以上。目前觀察到，2025年的產量公開數據正在進一步下降，而且這項業務無法脫離整體趨勢。因此，到2025年，民用業務負擔將略重，但民防業務將非常強勁。
- 執行長已經確認了去年在羅馬資本市場日上提供的2027年數據，即 200億歐元的銷售額，並且還給出了預計2030年業務發展方向的指示。這不是官方指導，但它表明成長仍在繼續，我們預計成長將達到300億歐元，其中武器和彈藥業務表現強勁，約為100億歐元。
- 計畫將德國 柏林(Berlin)與諾伊斯(Neuss)的兩家工廠從 汽車零件生產 轉型為 軍工設備製造，以應對不斷增長的國防需求。
- 該公司目前正與政府和相關機構討論 最終轉型細節，但初步計畫顯示，這些工廠將併入武器與彈藥部門，並採用混合工廠模式，確保部分汽車零件生產仍能持續進行。

資料來源：Bloomberg，新聞，群益投顧預估彙整

萊茵金屬--汽車系統逆勢成長



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

萊茵金屬股價持續創高

Forward PE達40倍

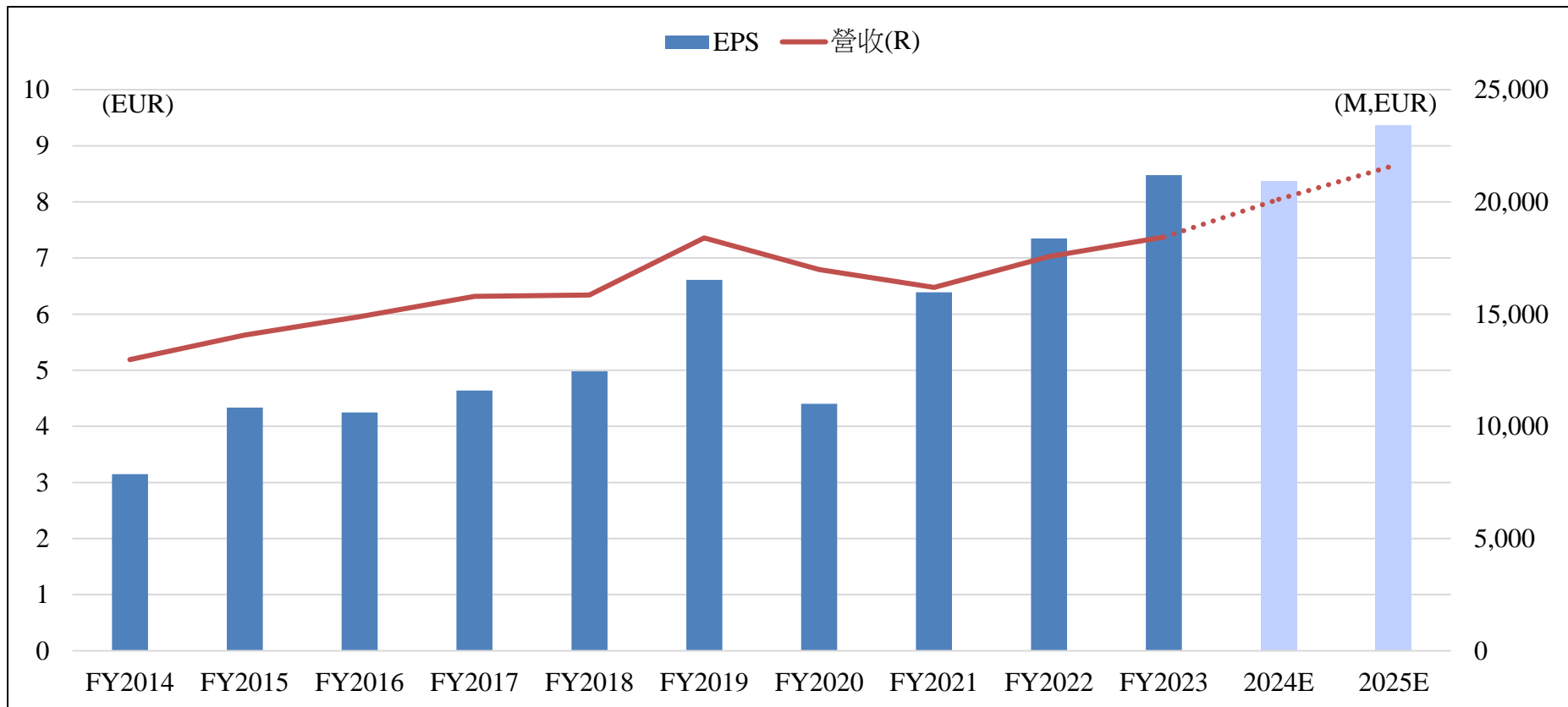


資料來源：歐盟統計局，Bloomberg，群益投顧彙整

達利斯(Thales) (HO FP)

(ADR代號：SAFRY OTC)

- 法國達利斯公司專門設計與建造航空與防禦電子系統，服務航太、國防的需求，並且提供飛行平台、設備與導航解決方案。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

達利斯股價持續創高

Forward PE達26倍



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

李奧納多 (Leonardo S.p.A) (LDO IM)

(ADR代號：FINMY OTC)

- 李奧納多有限公司 (Leonardo SpA) 為科技公司。該公司提供其服務予全球各地的航太、國防及保全業。李奧納多從事直昇機、飛機、飛機結構、空降和太空系統、陸地與海防電子產品，以及國防系統。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

蒂森克魯伯(ThyssenKrupp AG) (TKA GR)

(ADR代號：TKAMY OTC)

- 蒂森克魯伯股份有限公司(thyssenkrupp AG)製造工業用組件。該公司生產扁鋼與鑄鋼產品、汽車零件、電梯與電扶梯、機械工具、軸承、曲軸與連桿、彈簧與穩定器，以及驅動組件。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

康士伯(Kongsberg Gruppen ASA) (KOG NO)

(ADR代號：KBGGY OTC)

- 康士伯集團公司(Kongsberg Gruppen ASA)開發、製造並銷售高科技航太及國防產品，以及用於挪威及其他國家武裝部隊的系統。該公司生產反艦導彈、發射器、導彈控制系統、武器控制系統及海運與空中交通監控系統。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

達梭航太(Dassault Aviation) (AM FP)

(ADR代號：DASTY OTC)

- 達梭航太(Dassault Aviation)為一家航空公司。該公司製造軍用飛機、商務噴射機，以及太空系統。



資料來源：Bloomberg，群益投顧彙整

(三)港A股重獲資金青睞

兩會提高赤字率與發債 擴內需穩增長

中國經濟發展目標	2024年		2025年		
	實際值	目標值	01/2025數值	目標值	調整方向
GDP YoY(%)	5.0	5.0	--	5.0	→
CPI YoY(%)	0.2	3.0	0.5	2.0	↓
M2 YoY(%)	7.3	與經濟增速、價格 水準相匹配	7.0	與經濟增速、價 格水準相匹配	→
全社會固定投資YoY(%)	3.6		--	未設立	--
社會消費品零售YoY(%)	3.6	未設立	--	未設立	--
城鎮新增就業(萬人)	1,256	1,200	--	1,200	→
城鎮調查失業率(%)	5.2	5.5	--	5.5	→
居民收入增長(%)	5.1	5.0	--	5.0	→
財政赤字(兆RMB)	6.49	4.06		5.66	↑
赤字率(%)	3.8	3.0	--	4.0	↑
超長期特別國債(兆RMB)	1.0	1.0		1.3	↑
地方政府專項債(兆RMB)	3.9	3.9		4.4	↑

資料來源：中國人民網、中國國家統計局，Wind

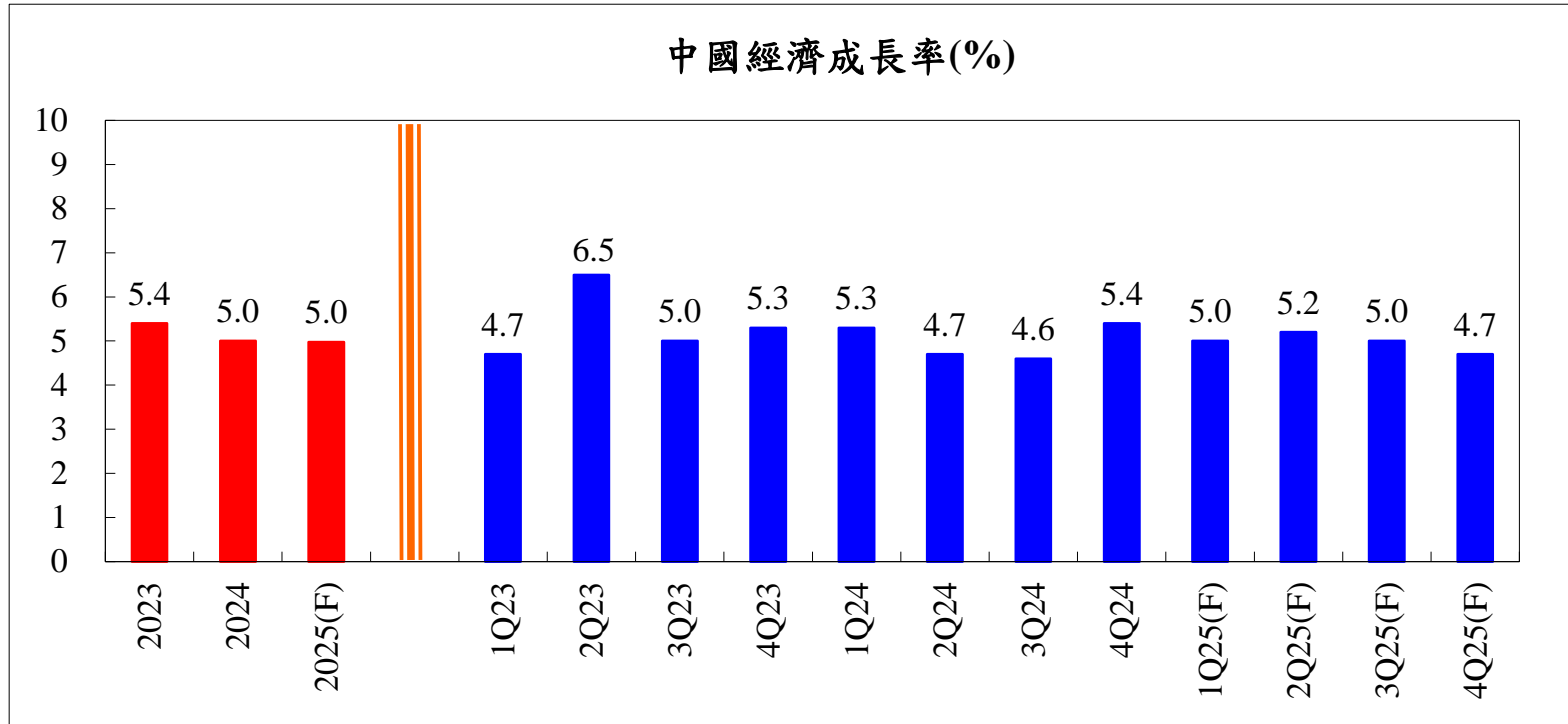
習近平從「國進民退」轉向支持民企

- 02/17，**習近平在北京出席民營企業座談會**，這是**時隔六年多**習近平再次召開聚焦於民營企業的座談會。其中，**阿里巴巴創始人馬雲出席，具指標意義**，過去5年馬雲因「批評監管」而遭到中國反壟斷調查，一度長居日本，回中國後也極少露面，他的動向被中國民營企業家看作「政治風向球」。
- 03/05人大會議，國務院總理李強作2025年政府工作報告，將「新質生產力」具體化，稱要推動商業航天、低空經濟等新興產業安全健康發展。培育生物製造、量子科技、具身智能、6G等未來產業。大力發展智能網聯新能源汽車、人工智能手機和電腦、智能機器人等新一代智能終端以及智能製造裝備。



資料來源：維基百科、新華網、人民網，群益投顧彙整

預估中國2025年GDP YoY+5.0%



中國		GDP	消費	投資	淨出口
2024	成長率	5.0	4.4	3.0	
	貢獻度		2.5	1.3	1.3
2025(F)	成長率	5.0	5.2	3.3	
	貢獻度		2.9 ↑	1.4 ↑	0.7 ↓

資料來源：中國國家統計局，Wind，群益投顧彙整預估(03/2025預估)

川普第一任期前兩年恆生指數軌跡

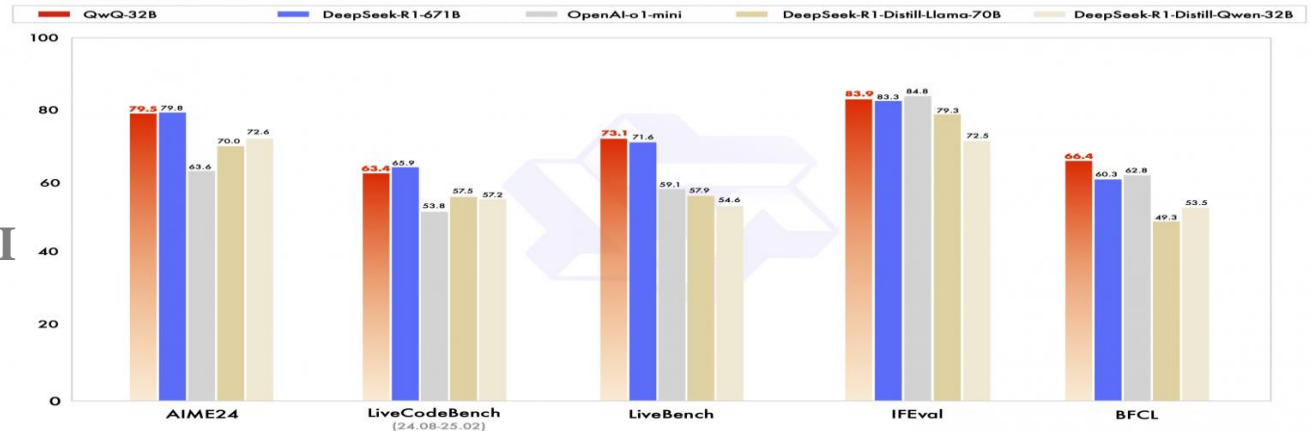


資料來源：Wind，Bloomberg，群益投顧彙整(03/2025)

阿里巴巴(09988.HK)

- 阿里巴巴從國進民退的受害者翻身成為黨推動科技與民企的受惠者。
- 通義千問大型語言模型更新速度日漸加快，新發表的QwQ-32B模型，評測數據排名已壓過OpenAI，並以此微優勢領先Deepseek，全球超過13億用戶數是其最大後盾，也是透過科技和創新將海量用戶和流量變現最有效的基礎。

1.紅:阿里巴巴
2.藍:Deepseek
3.中間灰:OpenAI



市值	2.47T	市盈率	19.14
已發行股票	2.26B	資產回報率	6.3%
營收	981.77B	股本回報率	12%
淨收入	120.92K	毛利率	38.8%
EPS	50.39	市帳率	2.29

資料來源：通義千問，公司官網和財報、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

騰訊(00700.HK)

- 騰訊發表AI助手騰訊元寶，除了有圖片理解、文件處理、AI搜尋和AI寫作、並能達到深度思考等功能。僅花費10天，從中國Apple商店排行第二登頂成下載榜冠軍。
- 另外，騰訊在中國14億用戶數的基礎上，微信APP已扎根在中國民眾的生活，從支付到通話連絡，社群溝通與娛樂趨勢面面俱到。中國中央政府和地方政府全力政策作多支持科技創新的氛圍，短中期有利科技產業升級和應用擴增。隨各地景氣經濟活動復甦及生產力提高，騰訊將是最大贏家。陸港股民對它「有買貴，沒買錯」的讚譽，有深厚利潤支持，料在2025年再度刷新紀錄。



市值	4.82T	市盈率	27.23
已發行股票	9.03B	資產回報率	10.6%
營收	643.01B	股本回報率	20.2%
淨收入	169.77K	毛利率	52.3%
EPS	18.2	市帳率	4.95

資料來源：公司官網和財報、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

比亞迪股份(01211.HK)

- 根據統計，疲勞駕駛導致的交通事故占比高達 21%，死亡率更高達 83%。比亞迪認為，智慧駕駛技術能有效降低駕駛風險，但過往高階智駕系統多見於豪華車款，價格門檻較高。比亞迪發佈的全民智駕戰略，並與大疆合作車載無人機，滿足車主平價和野外活動的需求。
- 比亞迪推出三種智駕方案：「天神之眼 A」搭載於高端品牌仰望，「天神之眼 B」應用於騰勢與比亞迪高階車型，而「天神之眼 C」則面向大眾市場。特別是「天神之眼 C」，透過三目鏡頭、端到端控制算法，能實現自動變換車道、避開障礙、記憶導航、代客停車等功能。



市值	1.09T
已發行股票	2.91B
營收	682.29B
淨收入	33.91K
EPS	11.65

市盈率	30.81
資產回報率	5.1%
股本回報率	23.7%
毛利率	20.6%
市帳率	6.63

資料來源：公司官網、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

小米集團(01810.HK)

- 蘋果公司和Google成功讓全系列產品改為採用自研晶片，小米自2017年首次搭載澎湃晶片在自家智慧型手機，2024年底被透漏已成功完成3奈米手機晶片投片試產，將在2025年量產並導入，因矽智財自研優勢，集團獲綜效。
- 已有自行開發影像晶片和電源晶片經驗的小米，完成技術重大突破。接下來除了進軍千億人民幣級別的空調市場，也以3天完售15,000輛的智駕賽車SU7 Ultra打破大眾眼鏡，可在一般道路，也能直接開進賽車場，是地表最快四門車。
- 所有用戶「米粉」，可以使用語音助理超級小愛，透過語音問答就能善用大型語言模型，確實先進。



市值	1.38T	市盈率	65.45
已發行股票	25.09B	資產回報率	5.9%
營收	330.14B	股本回報率	11.5%
淨收入	19.36K	毛利率	21.1%
EPS	0.779	市帳率	7.24

資料來源：公司官網、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

快手科技(01024.HK)

- 快手科技為中國流行的短影音平台，用戶可以在上面觀看手機遊戲和賽事直播等，當然也有許多用戶喜歡看素人創作的直播頻道。整體而言，體現了流量經濟的新興趨勢，據統計，快手的APP，根據第三季財報，快手APP平均月活躍用戶為7.141億，平均日活躍用戶則為4.075億，兩者都是驚人數據，落差在於部分用戶會在特定賽事日期，或例假日時才花時間看短影片。
- 快手可靈AI用戶只需選擇圖生視頻，並上傳一張或多張同一主體（人物、動物、影視角色或物品等）的圖片，模型會以這些圖片為參考，生成統一風格的影片，解決用戶在製作AI影片的痛點，潛力驚人。



快手

市值	260.12 B	本益比	12.84
流通股份	4.28 B	資產報酬率	13 %
營收	124.08 B	股本報酬率	28.7 %
淨利潤	14.97 K	毛利率	54.4 %
每股盈餘	3.47	市淨率	3.6

資料來源：公司官網、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

貝殼控股(02423.HK)

- 以APP貝殼找房和官網平台解決中國各地買賣房屋物件和租賃的爆炸需求。不論是二手屋或新屋，設計裝修等都有解決方案，體現一站式平台服務。
- 其2024年第三季的手機月活躍用戶數量平均為4,620萬名，這些都是收入和資產能力較好的，隨時關注哪裡有投資或買房機會，也就是中國的資產階級和準資產階級。
- 有能力和意願買房的會上此平台，是買方。已經有房產想脫手變現的也會上這平台，是賣方。貝殼不需要自己擁有一間房，卻把全中國的房地產都納入業務範圍，都有機會被成交，結合不動產與平台經濟，前景可期。



市值	228.86B
已發行股票	1.21B
營收	82.54B
淨收入	4.16K
EPS	3.64

市盈率	37.97
資產回報率	3.5%
股本回報率	5.8%
毛利率	25.3%
市帳率	3.02

資料來源：公司官網、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

香港交易所(00388.HK)

- 香港交易及結算所有限公司(香港交易所)日前宣布，已與負責協助香港金融管理局(香港金管局)營運債務工具中央結算系統(CMU)的迅清結算有限公司(迅清結算)簽署合作備忘錄，共同探索優化香港交易後證券基礎設施的舉措，支持香港固定收益及貨幣產品生態圈的長期發展。
- 證券市場市價總值於2025年2月底為39.1兆港元，較上月底的35.4兆元上升10%，並較去年同期的30.1兆港元上升30%。以交易量來說，2025年2月的平均每日成交金額為2,973億港元，較上月的1,438億元上升107%，並較去年同期的900億元上升230%，顯見行情確實加溫。



市值	460.31B	市盈率	35.29
流通股份	1.26B	资产回报率	3.6%
营收	22.27B	股本回报率	24.8%
净利润	13.05K	毛利率	95.7%
每股收益	10.32	市净率	8.51

資料來源：公司財報、Wind、Bloomberg，群益投顧彙整

投資評等及免責聲明

投資評等說明

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
中立(Neutral)	無法由基本面給予投資評等 預期近期股價將處於盤整 建議降低持股

免責聲明

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。