

2025年宏觀經濟 與股匯債市展望



國泰期貨 廖玉完

前言

2025年全球政經發展最大變數莫過於川普再次執政，1月20日川普上任正式迎來川普2.0的「美國優先」施政旋風，其中最受矚目的是關稅與移民政策。市場預期這個全球第一大經濟體實施附敵意的貿易政策將分化各大主要經濟體的進出口業務使得全球化貿易崩解，提高關稅這種損人不利己的手段若掀起各國報復性關稅反制措施，預期將帶動全球物價上揚並損及經濟成長的負面效應。而限制移民政策將會限縮美國的勞動人口，驅逐非法移民將使得美國的低薪工作勞動供給短缺，進而推動工資與民生物價的上揚。另外，放鬆金融監管與減稅政策對企業營利有正面幫助，但是可能加重美國財政負擔。

美國科技股在2024年表現亮眼，其中AI半導體與供應鏈類股更是獨領風騷，然而春節前夕中國DeepSeek發表AI模型R1，宣稱用極低成本訓練出與OpenAI算力類似效果，此成果讓科技界一片譁然，高富尚的AI概念股跌落神壇，半導體與晶片類股更是狠狠被拋售，市場紛紛探討DeepSeek的騰空出世是AI產業創新還是AI高股價泡沫化的開始。

2025年全球金融市場還有另一個特別要注意的現象就是主要國家利率政策分歧，以現階段各國央行利率政策最新的決議來看，加拿大降息行動最為積極，自去年6月以來已經降息8碼基準利率來到3.0%；歐元區同期間也降息5碼，再融資利率降至2.9%；英國基於物價居高不下僅調降2碼，基準利率仍高達4.5%；美國則調降4碼，基準利率在4.50~4.25%。日本央行在薪資、物價上揚條件下啟動久違的升息循環，1月底更是18年來首次大幅調升利率一碼，短期政策利率升至0.50%；去年中國人行為刺激經濟三次調降貸款利率，一年期貸款利率降至3.1%，預期第一季仍有調降空間，由上可見現階段主要國家利率政策顯現差異。

各國的利率政策反應該國的物價與經濟成長展望，川普認為利用萬能的關稅談判可以實現「美國再次偉大」的夢想，其實真正的目的是想藉由提高關稅的籌碼來向各國獲取貿易平等對待或是轉投資美國市場的讓步，這種全球性的貿易干擾後續影響程度仍待評估，但可以確定的是2025年全球金融市場在川普關稅亂箭齊發的政策干擾下將比2024年更為震盪。

川普2.0施政加強、加速版

移民與關稅政策是川普二次勝選的關鍵，2025年川普上任首要行政命令就簽署嚴格的移民與邊境政策，稍後並對加墨中提高進口關稅，而川普明示加關稅不僅是要促進雙方貿易平衡，還要利用關稅手段來遏止毒品芬太尼與非法移民的流入。在移民政策方面，初期針對南部墨西哥邊境全面控管與中止難民接納計畫，而預訂2月初實施的加墨中提高關稅措施，在施行前一日加墨與美方快速達成協議，決定關稅提高政策延期一個月實施。另一方面，美對中增加10%關稅如期進行引起中方報復，中方馬上宣布對美進口原油、煤礦和天然氣等加徵10~15%關稅。根據彭博資訊評估，若美國真的對中進口商品全部提高10%關稅，將影響中國40%輸美商品，相當於減少中國GDP年成長0.9%，但若像川普競選時揚言要加課部分關稅至60%則會有更大衝擊。

現階段美提高加墨中關稅，根據花旗與牛津經濟分析研究機構針對川普加墨中的關稅措施做出情境分析顯示，加徵關稅對美方或是對手都不利經濟成長，尤其是對手國若實施關稅報復的話將會加重不利層面，且會引起雙方物價的上揚（參見表1）。此外，川普在2月10日宣布對所有進口鋼鋁及下游產品自3月12日起課徵25%關稅，並於2月13日簽署「對等關稅」備忘錄將針對與美順差大的國家作出對等的關稅政策，對等貿易相關評估工作預計於4月1日完成，所以最快實施也要到4月2日。以2024年來看，美國貿易逆差較大的國家包括印度、中國、臺灣、越南、泰國（新興亞洲國家），以及歐盟…等國家可能是首波實施的對象。

表1、川普對加墨課25%、中國課10%關稅預估對2025年總經影響

國家	美國	加拿大	墨西哥	中國
	加關稅		不報復	
GDP年增率	-0.70%	-0.60%	-0.50%	-0.20%
核心CPI年增率	0.70%	-0.10%	-0.10%	0.00%
	加關稅		報復	
GDP年增率	-0.80%	-1.10%	-0.60%	-0.20%
核心CPI年增率	0.70%	1.80%	0.90%	0.10%

資料來源：Citi Research、Haver Analytics、Oxford Economics

整體而言，川普的關稅七傷拳損人不利己，儘管川普宣稱關稅是讓對手屈服與妥協的籌碼，美國最終是要產業回流本土投資、或是對手國積極協助遏止毒品走私以及非法移民問題，這種另類貿易戰若是開打，短時間會使被課稅商品國內外價格產生紊亂而促使美國國內物價上揚，相當於犧牲美國內消費能力來換取產業投資，最終對GDP影響最好的情境是短空長多。若是對手國也實行關稅報復，則將造成兩敗俱傷，促成全球進口型物價上揚，商品類通膨風險再起。不過川普擅長商業式談判，上一次對中國加徵關稅與最終結果相比，過程中

雜音會很大但最終結論比原先的訴求影響要小得多。

川普的移民政策已經開展，初期的驅逐非法與犯罪移民將影響較低薪就業市場，如食品與零售業可能加速薪資上揚。以勞工部公布的一月份就業報告來看，勞動人口增加219.7萬人，勞動參與率62.6%為四個月高點，失業率則降至4.0%為去年5月以來的最低，每小時平均工資月增率大幅增至0.5%，顯現美國目前就業市場穩健但工資上揚壓力再起。而現階段美企低裁員率與低離職率也使得職位空缺人數減少也是就業市場的隱憂。川普上屆於2017年2月開始實行嚴格移民政策，並於2018年3月啟動貿易戰，不過美國失業率從2017年元月的4.7%持續下降至2019年3.6%低點，此任期的2.0加強版藉由高關稅以吸引內外資回流美國境內投資以達成企業投資與就業機會上揚的目的，但更嚴格的移民限制與驅逐政策會使勞動人力比上一屆減少更多，根據勞工部公布的失業率其計算公式為「失業人口除以總勞動人力」，若是勞動人力（分母）顯著減少將會推升失業率。然而嚴格移民政策的勞動人力減少可能會較快發生，關稅政策創造工作機會使失業人口減少發生的時間可能要晚一點，川普移民政策對上半年就業市場產生的效應可能較不利，因此美國勞動市場失業率變化可能要更關注失業人口（分子）與勞動人力（分母）的消長程度。

各國降息循環與經濟成長

2020年新冠疫情與2022年俄烏戰爭給全球帶來一波通膨旋風，各國紛紛啟動升息循環，而自2024年以來歐美物價出現較明顯回落，各國於去年下半年開始降息，先進國家以加拿大、歐元區最為積極各降8碼和5碼，美國在去年9月開始降息共4碼，1月份FOMC會議在核心通膨僵固和就業市場回穩的環境下停止降息。其實，美國利率政策轉為鷹派除了美國經濟成長良好外，部分不降息考量來自川普上任的增加關稅可能引發物價上揚的不確定性憂慮。

2024年10月開始金融市場出現所謂的「川普交易」，即美債殖利率上揚、美元指數走揚，以及美股上揚。隨著川普就職後開始頒布一連串移民與關稅政策後，美國長債開始出現避險買盤，美元指數隨著殖利率下滑而回檔，黃金則在川普政策避險下持續湧入資金而價格頻創歷史新高，現階段「川普交易」轉向買入美長債與黃金避險，原油價格也在川普鼓勵國內頁岩油增產，以及呼籲OPEC國家宜引導油價下跌以終止俄烏戰爭的聲明下而疲弱。川普基於貿易帳平衡與政府支出增加的考量，長期施政偏好弱勢美元與低債券殖利率，並明示他的關稅政策應該與FED利率政策調降齊頭並進。

根據美國聯儲局12月的FOMC會議對美國總經預測數據來看，FED調升2025年GDP年增率0.1%至2.1%，且調升核心PCE年增率0.3%至2.5%，並將2025年計畫調降基準利率次數由四碼減為兩碼。依據美國勞工部最新統計，美國12月份核心PCE年增率2.8%符合FED最新經濟預測，其實2024年一整年核心PCE年增率都維持在2.6%~2.9%之間狹幅整理，顯示美國包括房屋與服務成本的核心通膨存在很強的僵固性，雖然FED預期2025年通膨會逐月下降，但預估2025年最終核心PCE年增率2.5%與目標通膨2.0%差距還有一段距離，現階段美國如何

在高物價的環境下引導利率下調應該是個重要且艱難的課題。

儘管各大法人機構對2025年全球GDP成長率預估比2024年差，川普的「美國再次偉大」使得機構對美國2025年經濟成長的預估轉趨樂觀，在川普當選後各大機構紛紛上調2025年美國GDP成長率預估，相對歐元區GDP則趨於保守，市場普遍認為美國關稅不友善政策將損害歐元區的經濟成長，相對地，中國的經濟成長預估並沒有明顯下修，世界銀行與IMF對中國GDP最新預估數據甚至上修，另外英國的GDP成長率預估則各有增減，而日本GDP預估從2024年的-0.2%加速成長至2025年的1.3%（平均預估值）明顯轉好。2025年全球主要四大國家與地區經濟成長預估值還是美國最佳，中國GDP成長預估值從2024年的5.0%降至4.4%主要是基於國內需求疲弱，而川普關稅威脅並沒有讓機構法人對中國GDP作較大幅度的下修（參見表2）。

表2、各大機構對2025年主要國家GDP成長率預測

2025年 GDP預估	World Bank	IMF	OECD	S&P Global	Citi
全球	2.7%(0.0%)	3.3%(+0.1%)	3.3%(+0.1%)	3.0%(-0.1%)	2.3%(+0.1%)
美國	20.3%(+0.5%)	2.7%(+0.5%)	2.4%(+0.8%)	2.0%(+0.2%)	1.4%(+0.4%)
歐元區	1.0%(-0.4%)	1.0%(-0.2%)	1.3%(0.0%)	1.2%(-0.1%)	1.0%(-0.1%)
日本	1.2%(+0.2%)	1.1%(0.0%)	1.5%(+0.1%)	1.3%(0.0%)	1.2%(0.0%)
中國	4.5%(+0.4%)	4.6%(+0.1%)	4.7%(+0.2%)	4.1%(-0.2%)	4.2%(0.0%)
英國	-	1.6%(+0.1%)	1.7%(+0.5%)	1.5%(+0.2%)	0.5%(-0.5%)
預估日	2025.1 (2024.6)	2025.1 (2024.10)	2024.12 (2024.09)	2024.11 (2024.09)	2025.1 (2024.12)

* 括弧內百分比是與前一次預估之比較

主要國家經濟展望

歐美製造業前景自2025年開始轉佳，服務業反而趨於悲觀，日本則恰是相反呈現製造業弱、服務業轉強。根據S&P Global最新發布各國製造業與服務業PMI統計，2025年美國1月製造業PMI上揚至51.2%為七個月以來首次站上50%擴張區，歐元區1月製造業PMI為46.6%雖然也是八個月以來最佳但仍然持續32個月在50%以下的收縮區內，日本製造業降至PMI 48.7%為九個月以來最差，也是連續七個月在收縮區之內，英國48.3%則為連續四個月在收縮區，而中國製造業50.1%雖在擴張區之上但也是四個月以來最差，顯示中國製造業與房地產業的欲振乏力（參見圖1）。整體來看，全球製造業PMI上升至50.1%為七個月最佳，美國展望最佳其中又以商業活動與雇傭指數表現最好。

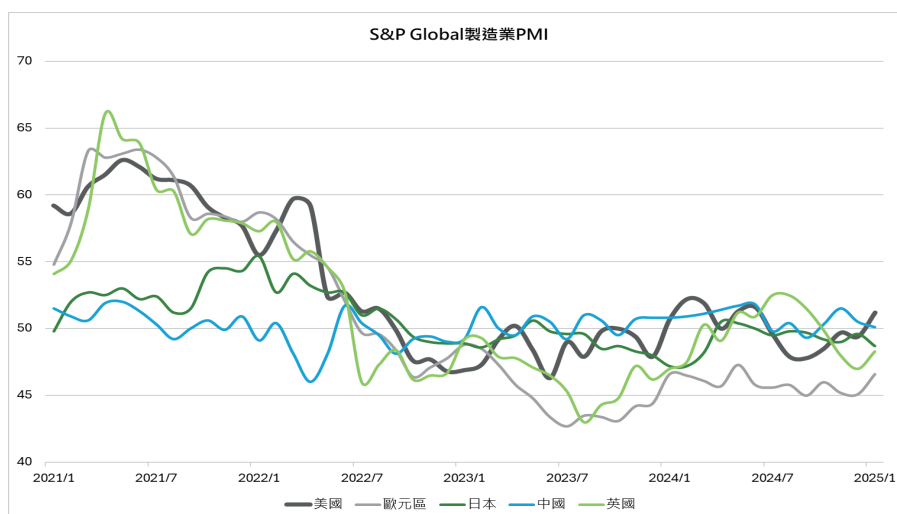


圖1、重要國家製造業PMI

根據S&P Global報告，美國1月服務業PMI為52.9%大幅低於前一個月的56.8%是九個月以來最差，由於消費占美國經濟成長三分之二以上，現階段服務業展望轉向保守是GDP成長率下滑的隱憂。歐洲國家服務業PMI也是趨於保守，1月歐元區服務PMI為51.3%，英國為50.8%都在擴張臨界點附近，也是近三個月以來相對差的展望。不過，相對日本製造業轉差，服務業PMI反而上升至53%為四個月以來最佳，顯示工資上揚對日本消費服務業有實質幫助（參見圖2）。

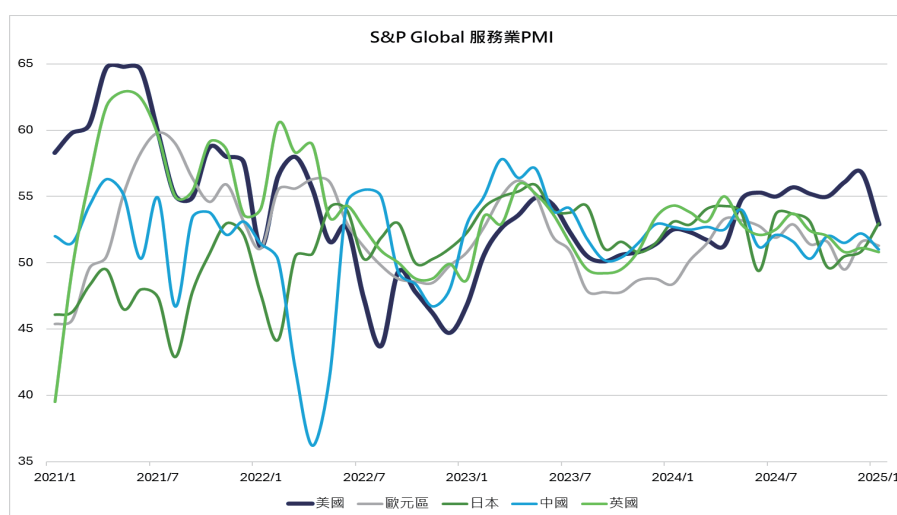


圖2、重要國家服務業PMI

日本央行1月再升息一碼至0.5%為2008年以來最高利率水準，反應日央對2025年消費、

物價與經濟成長的樂觀，由於日本工資春鬥將展開，2025年工會期待加薪目標也與去年相同高達5%，如果真的過關，日本今年物價還有攀升空間，日央官員持續鷹派談話也使得日本10年債殖利率持續上升至1.35%的15年新高，市場預期日本央行在今年還有升息空間。

低成本AI是創新不是泡沫，美股投資吸引力仍強

美國科技股表現亮麗，2024年那斯達克指數上漲29%，S&P500指數上揚23%，而德國DAX指數上揚19%，歐洲Stoxx50上揚8.3%，歐洲Stoxx600僅上揚6%。根據LSEG Refinitiv最新資料統計來看，第四季S&P500預估盈餘年成長15.3%，Stoxx600第四季盈餘預估僅成長1.1%，但是以本益比來看，S&P500預估未來12個月本益比22.6，Stoxx600預估未來12個月本益比13.8相對便宜很多，加上歐洲積極降息有利產業發展，2025年元月以來歐股迎來一波上漲行情，德國Stoxx600、DAX與英國富時指數都再創歷史新高，相對美盤波動率加大但仍有逢低承接的買氣，其中又以科技股反彈力道最強。

2025年開始美國半導體類股受到元月底中國DeepSeek的發表攪亂一池春水，DeepSeek最大的亮點是成本低且屬於開源模型，相對美國OpenAI的高成本與封閉模型，讓更多的開發使用者可運作且負擔得起運算成本，有助於加速應用軟體滲透率。Apple執行長對DeepSeek的AI模型非常讚賞，稱之為「推動效率的創新」，日前蘋果表示將與阿里巴巴合作推進中國手機用戶AI功能，可以預見AI模型應用已展開新旅程碑，將由雲端運算快速轉向邊緣運算及設備如AI PC與AI手機的應用。

因此，DeepSeek的模型推出不會是AI投資泡沫化的開始，而是創新模式的展開，廣泛利用各種較低成本的算力與訓練模型將加速AI應用的推陳出新，使得各大企業將AI資本支出做更有效率的應用。因此美國科技股仍然具有投資吸引力，市場投資重心可能由半導體轉向其他的應用軟體與通訊設備。

結論

2025年金融市場最大變數就是川普施政，在這個不可控的因素下，市場預期美國經濟成長將呈現先下後上走勢，誠如FED主席鮑爾在兩院聽證會的評論：「美國物價不確定性高，FED不急於調降利率」，代表著美國高利率水準將維持更為長久時間！歐元區雖然受到川普關稅影響較少，但是美國高關稅仍然會給歐元區經濟帶來負面影響，1月份歐元區核心調和物價指數年增率2.7%已經是連續五個月維持在此水準，歐洲央行也面臨是否持續調降利率以刺激經濟成長的考驗。

2025年全球股匯債市，美債殖利率在物價僵固情況下預期第一季仍然維持高檔整理，美元指數第一季維持強勢整理，不過對川普政策避險的債券買盤會舒緩美長債賣壓，而川普的

弱勢美元偏好限縮美元上漲空間，第二季隨著美國關稅政策與各國談判籌碼大致底定，關稅影響層面減少，市場物價上揚預期心理回落，將引導美債殖利率與美元走弱，下半年FED將有較積極降息動作。相對地，歐元雖有反彈空間但經濟疲弱可能引導ECB更積極降息而限縮歐元上揚力道，日圓則在物價持續回升下，下半年仍有升息空間而相對較為強勢。

在股市方面，2024年第四季美股獲利持續亮眼，S&P500其中三分之二股票獲利高於市場預期，其中以金融、科技與資訊類股表現最好，市場預估2025年科技股將持續表現佳績。川普2.0有利美國企業投資與獲利，全球股市資金仍然偏好美股，而科技股仍是主流，類股表現可能由漲多的半導體輪動至AI運用通訊與雲端服務類股，那斯達克與S&P500指數仍有機會續創新高，而年初出現較大反彈走勢的歐股與港股在下半年表現可能相較弱勢。

展望2025年美元資產市場，上半年股匯債市受到川普政策干擾震盪加大，下半年在川普政策底定且FED再度啟動降息下債市將有更好表現。總結上述，2025年在川普二次施政速度加快且外交政策向美國優先原則一面倒情況下，金融市場新的秩序與遊戲規則將重組，全球股匯債市波動的幅度與速度擴大在所難免。

