

## 美股投資策略

### 評價壓力不易去除，大盤較難有空間，關注類股各自表現

#### 焦點內容

1. 通膨、特別是商品通膨在川普當前政策下有上升壓力，金融情勢亦趨緊
2. 美國財政紀律不佳、川普的經濟政策不確定性等皆會推升股市折現率而不利評價，是美股壓力源之一
3. GAI 具長線題材，但今年可能換軟體股有較佳表現機會；另類股獲利輪動題材看好原物料、工業、能源與醫療產業

#### 重要訊息

美國 1 月 CPI 數據讓通膨重新上揚的擔憂上升，長端殖利率在 1 月中下滑的態勢並不穩固，而這會造成評價的壓力始終存在，並比市場先前所想像的更不容易消除。

#### 評論及分析

**通膨、特別是商品通膨在川普當前政策下有上升壓力，金融情勢亦趨緊。** 1 月美國通膨跳升的驚奇或許有跡可循。從花旗通膨驚奇指數來觀察，4Q24 之時通膨就已經重新開始一波「正向」驚奇（圖 1）。在這樣的基礎下，未來又面臨川普政策中關稅、反移民，甚至是減稅、放鬆監管等等皆會助長通膨的因素，此問題擔憂的程度只會增強。或許現在與 8 年前川普第一次上台時的環境背景與施行政策都有差距，但單就目前最先開始實施的關稅來說，當年的經驗可以參考：因貿易戰針對的對象基本上是商品而非服務，因此商品通膨在當時關稅戰開打時跳升最明顯（圖 2）。過去一段時間商品通膨在回歸疫情前水準後已有些上升之勢，再加上關稅因素，整體通膨上升的可能性難以忽視。此外，過去幾個月整體金融情勢趨緊，儘管 10 年債殖利率過去一個月由 4.8% 的高點回落，但從 4Q24 以來來看，其上升的確是金融情勢趨緊的理由，而美元升值是另一個（圖 3）原因。雖然其對經濟影響似乎沒那麼大，但對股市評價與整個股價的壓力的確產生。

**美國財政紀律不佳、川普的經濟政策不確定性等皆會推升股市折現率而不利評價，是美股壓力源之一。** 實際上，當前美股評價下修壓力不會小。市場關心當前川普執政下，美國政府是否真能縮減財政赤字來改善財政紀律？按共和黨過去歷史，要達成這個目標並不簡單。過去 80 年代美國赤字高漲之時，10 年債期限溢價(term premium)也隨之上升；而其上升在其他因素不變下，會推升整個殖利率（無風險利率），並不利股市評價（圖 4）。另一方面，過去 2 年來偏低的風險貼水，未來也具備上升的條件，從而推升股市的折現率。過去兩年因 GAI 題材，市場風險偏好上升、壓抑了股市風險貼水；當美國經濟在川普主政下政策不確定性上升，按過往經驗與道理，風險貼水會上升（圖 5），推升股市折現率而不利於評價。事實上，儘管目前市場對 2025 年 S&P 500 預估獲利仍達雙位數，但比起幾個月前已明顯下修；再加上上述評價面不利因素，美股評價的壓力不會小。

GAI 具長線題材，但今年可能換軟體股有較佳表現機會；另類股獲利輪動題材看好原物料、工業、能源與醫療產業。今年大盤表現機會或許相對受限，但類股各自表現的機會還是可以把握。首先，儘管 GAI 是長線題材，但今年隨著發展階段的變化、落地擴散面向擴大，受惠者會比較不一樣。農曆年期間發生的 DeepSeek 事件，被很多擔憂者比喻為 AI 史上的珍珠港事變或史普尼克危機（Sputnik crisis，指 1957/10/4 蘇聯搶先美國成功發射史普尼克 1 號人造衛星），但要注意的是，這兩件事美國後來都反撲並獲得勝利；也就是說，GAI 這個長線題材確立，後續美國科技界的反撲行動會見到的也許是受益者換人。過去 1 年科技類股的軟體產業表現不如整體科技類股（落後於半導體、硬體下游）、甚至不如大盤 S&P 500；但以軟體類股目前已進入超賣區來看，今年落地程度擴大的 AI 題材，將使軟體有機會重獲表現空間（圖 6）。惟需注意軟體產業的營收海外營收曝險高，目前偏強的美元對其不利；而我們預計美元上半年仍會偏強，這一點對軟體這段期間表現相對不利（圖 7）。

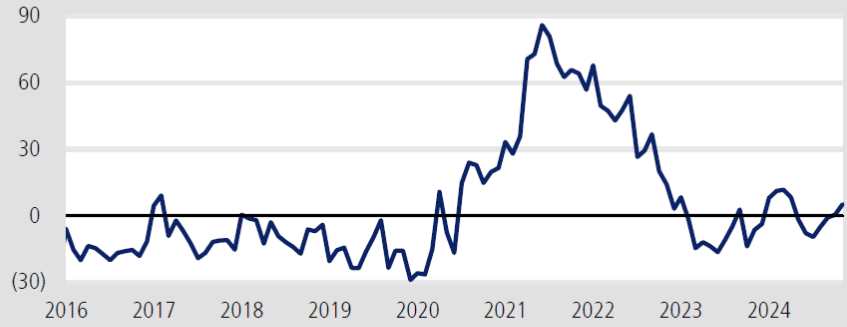
而就整個 AI 題材來說，因前兩年基期已經墊高，今年無論獲利或股價表現都將放緩；股市其他成分股的相對表現則有機會輪動（圖 8）。觀察最新的 4Q24 財報，表現較佳者包括通訊服務、金融與科技，而盈餘正向驚奇超過雙位數者則有非必需性消費與金融（整體盈餘正向驚奇約為 6.5%，高於長期平均約 5.8% 左右的水準），整體表現仍不錯；但到了今年，獲利預估與上月的情況相近，原物料、工業、能源與醫療獲利向上輪動的趨勢明顯、剛好又處低基期，我們認為會是相對有表現的族群（圖 9）。

### 結論

由於通膨與殖利率上升的壓力，加上川普政策不確定性推升股市風險貼水等利空因素，即便 4Q24 財報表現不錯，但美股基本面的利多因子並未 outweigh 評價面的劣勢。拉長時間來看，Fed 降息幅度在過去幾個月回撤，我們認為背後思維反映通膨可能上升的因素會逐漸強於景氣不錯這個因素；然而，若屬前者（通膨）這個因素，則事情的演變從不降息後降息轉為不降息後升息的機率上升，股市出現急轉直下的風險會上升。整體而言，我們基本的態度仍是美股大盤波動將明顯較前 2 年大，大盤較難有空間下，可關注類股各自表現。

圖 1：綜合通膨指標高於預期，其實在 4Q24 之時就已開始

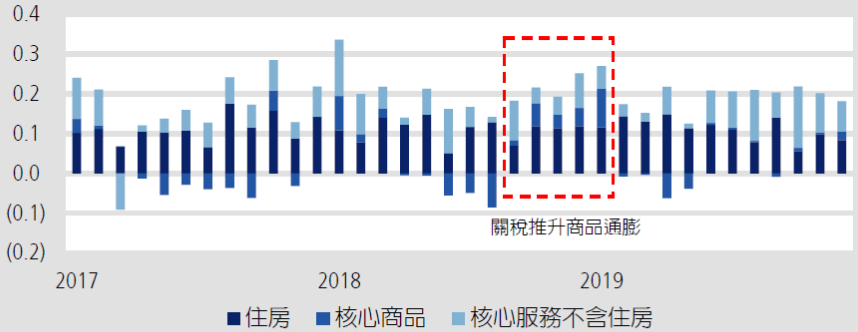
Citi 美國通膨驚奇指數，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：在川普第一任的任期內，商品通膨對整個通膨貢獻大幅攀升

各項通膨對核心 CPI 月增率貢獻，百分比

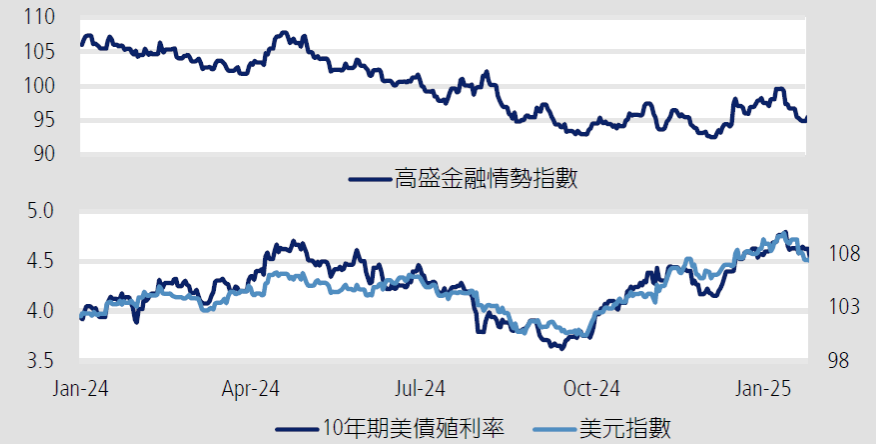


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：同時造成 4Q24 以來美國金融情勢再度趨緊

上層：高盛金融情勢指數，點

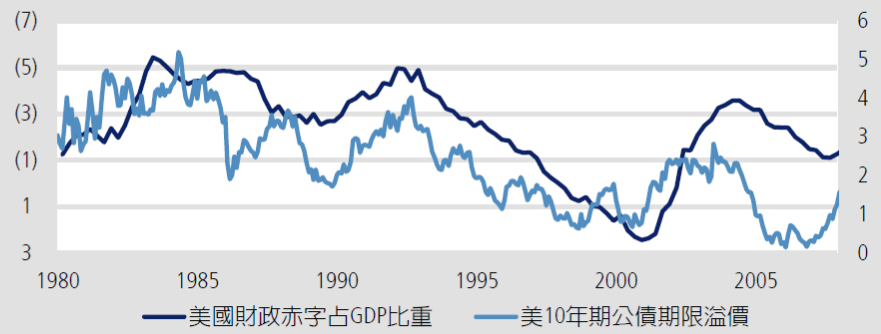
下層：10 年期美債殖利率，百分比(左軸)；美元指數，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：財政紀律不佳會推高長債的期限貼水

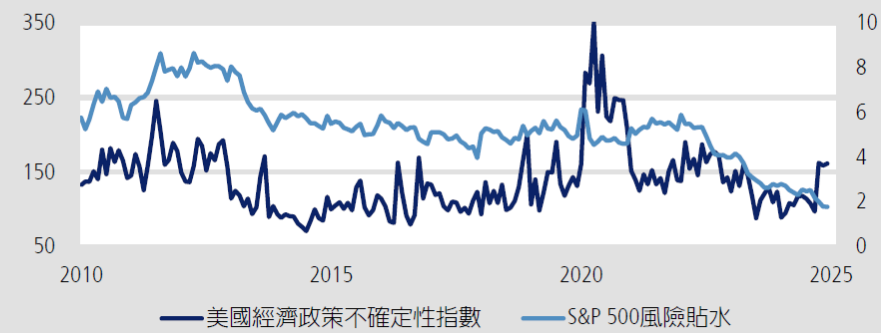
美國財政赤字占 GDP 比重，百分比(左軸)；10 年期公債期限溢價，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：經濟政策不確定性增加也會造成股市風險貼水與折現率上升，因而不利於評價

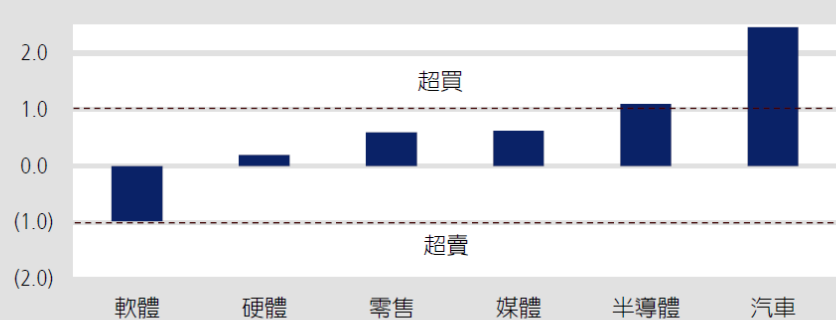
美國經濟政策不確定性指數，點(左軸)；S&P 500 指數風險貼水，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：以 M7 為例，當中的軟體股是唯一處超賣者

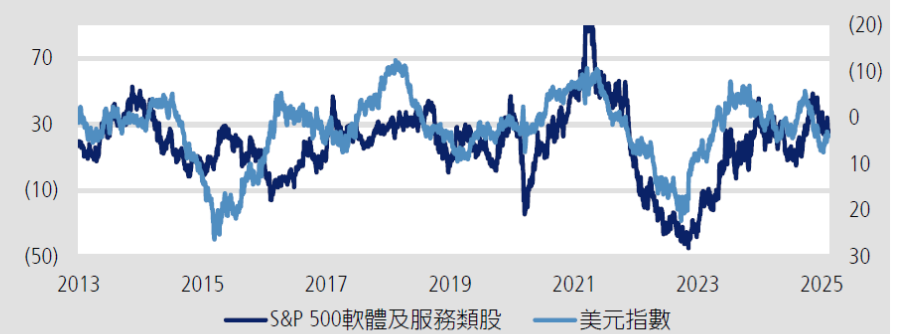
美股七巨頭按產業分類的技術指標，標準差



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：軟體類股因營收海外曝險高，強美元對其不利

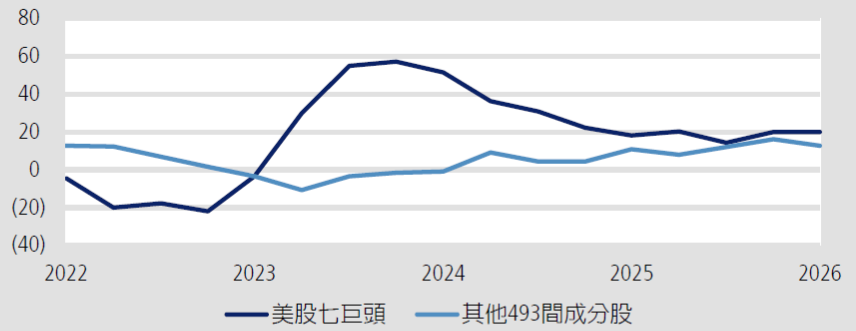
S&P 500 軟體及服務類股年變動，百分比(左軸)；美元指數年變動，百分比(倒置，右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：今年美股獲利表現應不至於又是 M7 一支獨秀

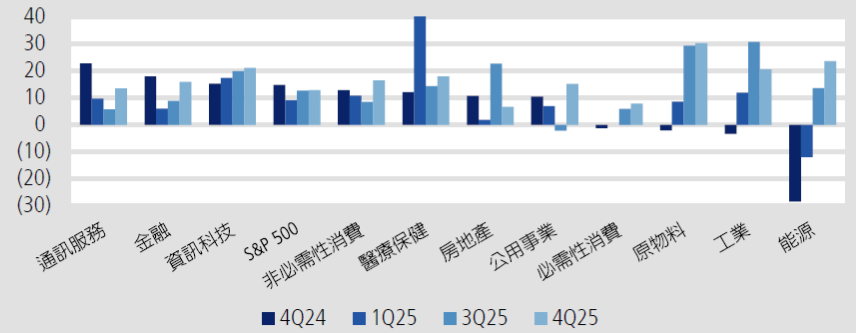
美股七巨頭及 S&P 500 指數其他成分股獲利成長率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：原物料、工業、能源與醫療獲利向上輪動的趨勢明顯

S&P 500 各類股(預估)獲利年增率，百分比



資料來源：Refinitiv；凱基

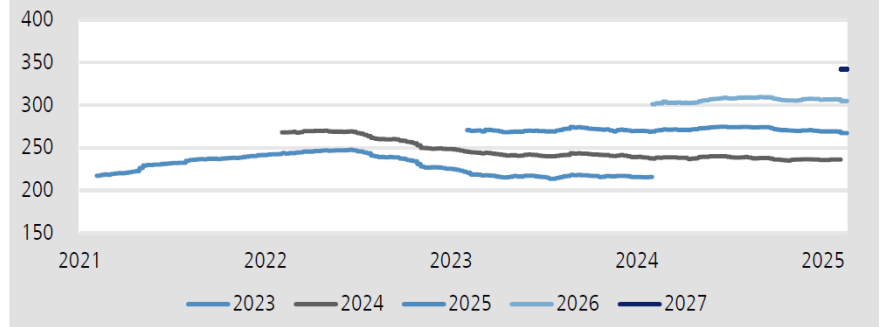
圖 10：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
2/23	德國國會選舉	因三黨組成的聯合政府始終有歧見，自由民主黨主席遭免職而讓整個執政聯盟瓦解
3/6	ECB會議	預計將維持現行政策利率不變
3/18-19	FOMC會議	SEP值預估在納入川普的影響後預計會有較顯著的改變：經濟下修、通膨上修。降息確定趨緩，股市評價再承壓
3月	中國兩會	有望推出較先前12月的中央經濟工作會議更具體的財政刺激，特別是此時川普已經上任的情況下

資料來源：凱基整理

圖 11：S&amp;P 500 各年度 EPS 預估

S&amp;P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Refinitiv；凱基

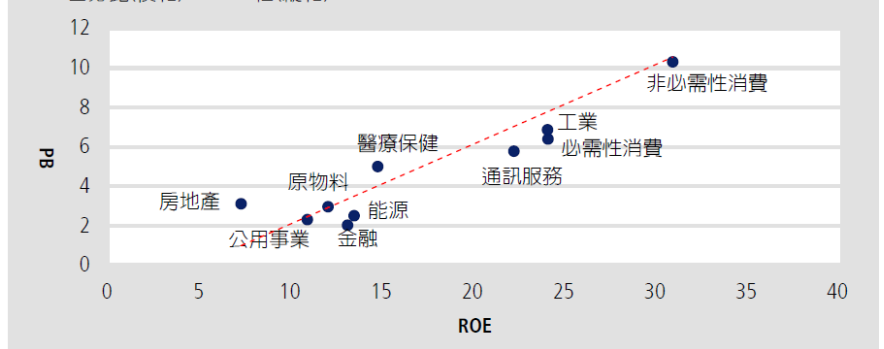
圖 12：S&amp;P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
S&P 500	9.1	15.3	8.5	10.5	12.6	12.7	4.1	11.5	11.4
非必需性消費	11.3	25.4	2.5	4.4	7.9	8.4	49.0	19.1	6.5
必需性消費	4.0	0.9	(4.4)	3.1	4.0	6.8	4.7	3.9	2.6
能源	(25.4)	(30.2)	(14.1)	(6.8)	10.0	22.3	(25.8)	(20.0)	1.9
金融	8.5	30.0	2.2	5.0	11.2	9.4	11.9	17.6	6.7
醫療保健	14.6	14.1	38.1	11.0	13.4	17.3	(18.7)	5.2	18.7
工業	(5.0)	7.7	5.8	9.7	27.4	7.6	23.4	2.4	12.9
原物料	(6.8)	(2.9)	(2.8)	2.4	23.3	25.5	(22.3)	(7.3)	7.6
房地產	(9.3)	12.4	0.8	4.1	21.6	4.8	1.5	3.4	7.0
資訊科技	19.4	17.9	15.9	18.9	18.4	18.1	9.1	21.0	18.3
通訊服務	25.7	32.2	6.4	31.9	4.5	6.6	26.0	26.5	11.3
公用事業	16.0	10.2	7.5	3.3	(1.8)	13.7	2.6	13.9	8.2

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 13：S&amp;P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

## 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar					1.6			3.0			3.1				2.3	
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	2.9			3.0			2.7				2.5	
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.8	3.8	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.4	2.6	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.9	3.0	2.9	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.8	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.7	62.6	62.6	62.7	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	1,996	222	246	118	193	87	88	71	240	44	261	307	143
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	(177)	412	70	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2234
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	9	1	(3)	(20)	20	9	1	53	51	27	11	(40)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.46	1.52	1.49	1.41	1.46	1.51	1.42	1.45	1.32	1.45	1.52	1.39	
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.1	4.2	4.2	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.1	4.1
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.8)	0.0	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.3	2.0
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(1.7)	4.5	(2.2)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.5)	(3.7)	
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	0.6	3.2	(0.9)	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)	2.8	
	整體存銷比	倍	1.28	1.34	1.37	1.37	1.37	1.37	1.38	1.38	1.38	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.35	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.47	1.47	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.46	1.47	1.46	
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.31	1.29	1.29	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33	1.33	1.32	1.32	1.30	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	47.6	49.8	48.8	48.5	48.3	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	52.2	51.3	49.6	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.1	50.3	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.11)	(0.16)	0.39	(0.16)	(0.39)	0.15	(0.12)	(0.31)	(0.04)	(0.23)	(0.54)	(0.01)	0.15	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(6.5)	(5.5)	(5.4)	(5.0)	(4.5)	(4.7)	(4.7)	(4.4)	(3.8)	(3.0)	(3.0)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5			15.6			7.9			0.0			6.2
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)			(26.6)			0.0			(21.3)			9.4	
房市	建築許可	千, saar	1,738	1,682	1,518	1,462	1,563	1,485	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493	1,482	
	新屋開工	千, saar	1,605	1,552	1,421	1,365	1,546	1,299	1,377	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,344	1,294	1,499	
	新屋銷售	千, saar	770	637	666	682	643	683	736	672	672	707	691	726	615	674	698	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.4	4.2	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.8	4.0	4.2	4.2	
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4		7.5	7.5	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.1	2.7	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.2	3.2	3.1	
	零售銷售	YoY %	18.2	9.1	3.5	2.6	2.1	3.6	2.8	2.6	2.0	2.9	2.0	2.0	3.0	4.0	4.4	4.2
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.3	10.6	3.4	2.8	2.0	3.7	3.2	2.9	3.3	3.2	2.3	2.4	2.7	3.2	3.4	3.7
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.8	15.5	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	112.7	104.5	105.4	104.5	104.8	103.1	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	104.1
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.1
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.3)	(5.8)	(5.6)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)			(3.2)			(3.3)			(3.6)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	925		24.8	57.8	61.6	(43.6)	79.7	137.9	107.8	216.1	159.1	79.0		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.25	4.20	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	104.2	104.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4

資料來源：Bloomberg；凱基

## 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.3		6.6		4.9			4.2				1.8	
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	3.1	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	2.9	2.1	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.4	(1.3)	4.2	14.5	15.7	12.8	13.0	12.5	11.2	8.8	10.2	20.0	
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	48.6	49.3	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1
	景氣對策燈號					綠	綠	黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	29.0	31.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.2)	(1.5)	2.1	(0.7)	0.1	1.2	2.4	3.4	4.0	4.3	4.2	3.7	2.8	1.7	
	景氣同時指標	YoY %	8.3	(1.5)	(8.5)	7.2	4.0	5.6	7.0	8.0	8.5	8.6	8.6	8.5	8.5	8.8	9.1	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	12.3	5.7	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.1	2.9	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	31.4	41.8	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	23.6	33.1	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	7.9	8.7	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	1.3	18.8	4.3	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.2	4.4
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	(17.8)	7.2	6.5	0.6	33.9	15.8	11.7	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	37.7	47.2	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	(10.4)	1.2	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	
	貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.5	5.4	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0
M2貨幣供給		YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.6	6.2	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	
外匯存底		十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	569.4	568.1	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6
重貼現率		%	1.1	1.8	1.9	2.0	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	31.6	32.0	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7

資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。