

台股市場投資策略

不要撈底，靜待落底

焦點內容

1. 「拉回買進」多頭思維已不適用，因為經濟衰退疑慮升高、套利交易投資人被迫平倉、科技業前景出現疑慮等總經面、資金面、基本面等都已出現變化。
2. 建議高持股比重者逢反彈降低部位，低持股比重者建議等待落底訊號。

台股本波修正來勢洶洶，絕不能等閒視之

台股自 7 月 12 日起跌以來迄今已下跌 4,633 點，跌幅高達 19%。或許股價跌深隨時會醞釀反彈，惟過去一年多由 AI 引領的「拉回買進」多頭思維已不適用，因為經濟衰退疑慮升高、日本央行升息引發套利交易(carry trade)投資人被迫平倉、科技業前景出現疑慮等總經面、資金面、基本面等都已出現變化。我們認為此時最好的作法就是「防禦為上」。

經濟衰退疑慮升高(總體環境已變)

儘管經濟是否步入衰退、何時步入衰退都還在未定之天，惟債券市場已透露衰退風險正在升高。最近一個月美債出現「利率倒掛急速收斂」的異常現象，其中 2 年期與 10 年期殖利率同步下滑，且 2 年期下滑速度更快過 10 年期，最終導致兩者利率倒掛由一個月前的 50 的基點快速收斂到目前的 10 個基點以內，這背後反映聯準會將採取「快速降息」以應對「顯著放緩經濟」的預期心理。過往「利率倒掛急速收斂」發生時往往都伴隨著股市迎來空頭，最小跌幅約 2 成，最大跌幅則超過 5 成。債券市場總是領先股票市場，我們應做好最壞的打算。

日圓套利交易被迫平倉(資金環境已變)

日本央行於 7/31 意外宣布升息 15 個基點，帶動日圓由 153 升值至目前的逼近 140。日本央行此舉凸顯出其對於貨幣政策正常化的決心，這也預告日圓升值恐成為未來一段時間的趨勢。過往經驗，日本央行升息後將使套利交易投資人資金成本提高，這將容易引發投資人進行平倉並為金融市場帶來賣壓。另一方面，或許市場樂觀期待聯準會準備降息有利資金面的發展，惟回顧過往聯準會首次降息後的股市表現，經濟硬著陸下的降息總是伴隨股市迎來空頭，經濟軟著陸的降息才有利股市多頭表現，我們必需關注經濟已開始走弱的事實。

科技業前景出現疑慮(產業環境已變)

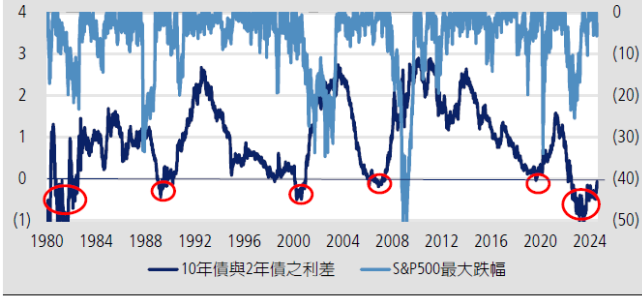
台股第 2 季財報揭露到目前為止，可歸納以下幾個重點，分析如下：
(1)2Q24 企業財報雖然正面居多，但 3Q24 與 4Q24 盈餘展望普遍下修，反映科技業下半年旺季不旺。(2)除了 AI 相關能見度相對高之外，諸如手機、PC 消費性電子、汽車等終端需求復甦強度均不顯著。(3)儘管目前正值 AI 軍備競賽階段，惟 AI 的商業模式與變現能力已遭受質疑。

投資建議

台股本波修正來勢洶洶，「拉回買進」的多頭思維已不適用，因為經濟衰退疑慮升高、套利交易投資人被迫平倉、科技業前景出現疑慮等總經面、資金面、基本面等都已出現變化。我們認為此時最好的作法就是「防禦為上」。建議高持股比重者逢反彈降低部位，低持股比重者建議等待落底訊號。

圖 1: 利率倒掛急速收斂往往伴隨著股市迎來空頭

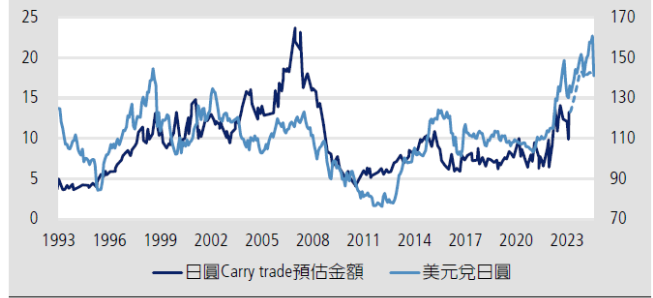
美國 10 年債與 2 年債之利差，百分比(左軸)；美國 S&P500 指數最大跌幅，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 2: 日圓急速升值總會引發套利交易被迫平倉

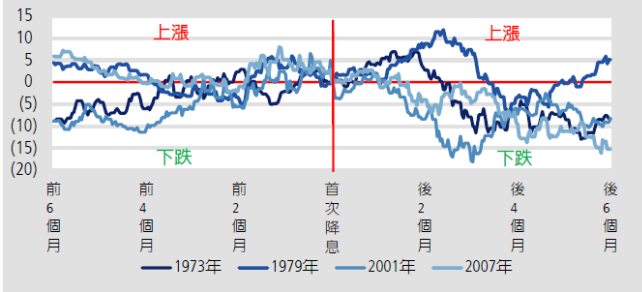
日圓 Carry trade 預估金額，兆日幣(左軸)；美元兌日圓，元(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3: 「經濟硬著陸」下的降息總是伴隨股市迎來空頭修正

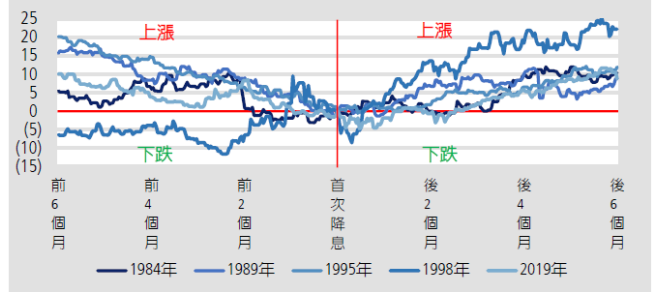
S&P 500 指數於「聯準會首次降息」前後股價表現，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4: 「經濟軟著陸」下的降息總是有利股市多頭行情

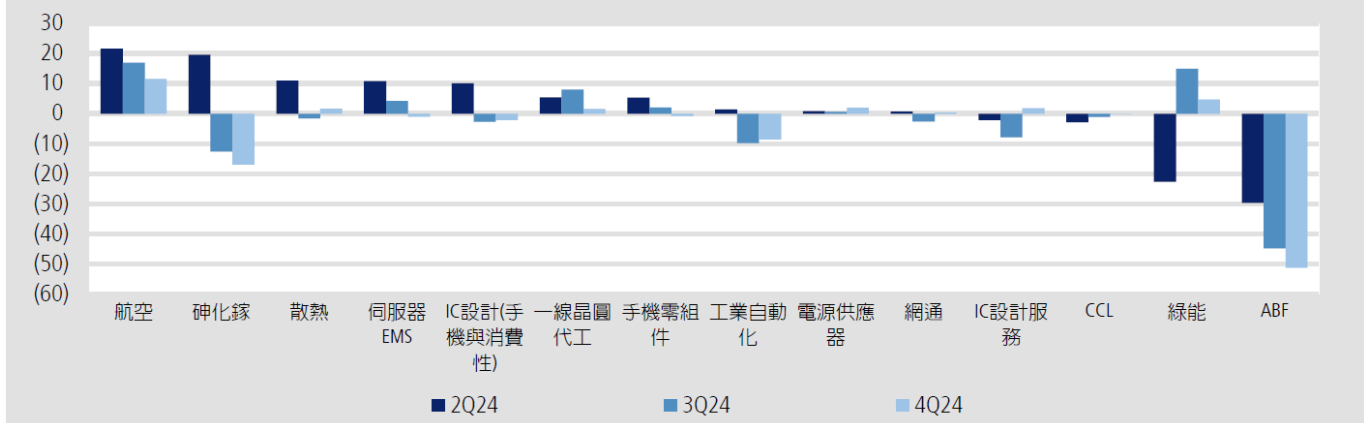
S&P 500 指數於「聯準會首次降息」前後股價表現，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5: 2Q24 企業財報雖然正面居多，但 3Q24 與 4Q24 盈餘展望普遍下修

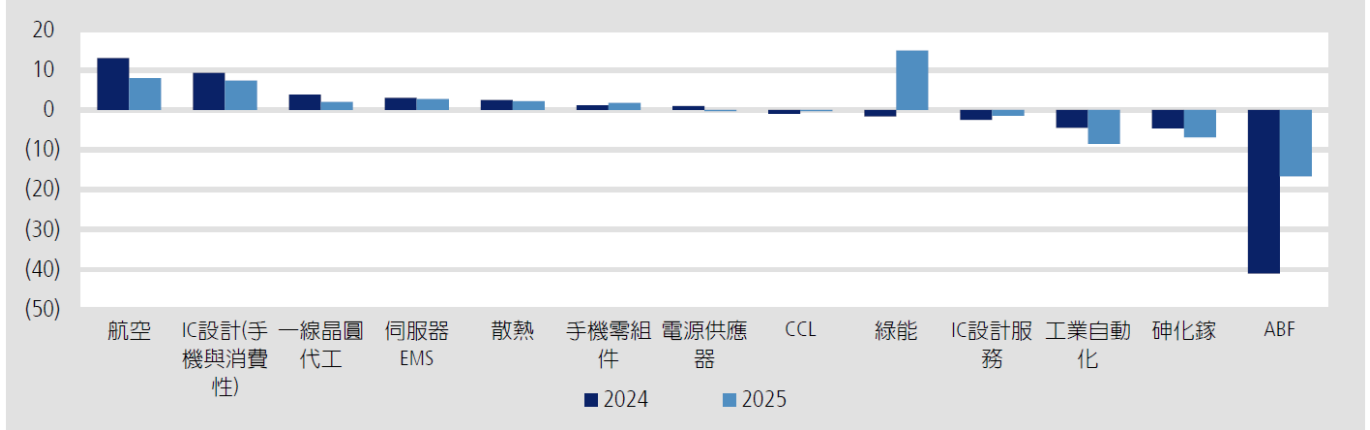
台股各族群今年單季盈餘修正幅度，百分比 (已公布財報或近期有修正者)



資料來源：凱基整理與預估

圖 6：台股各族群今明兩年盈餘展望多空分歧

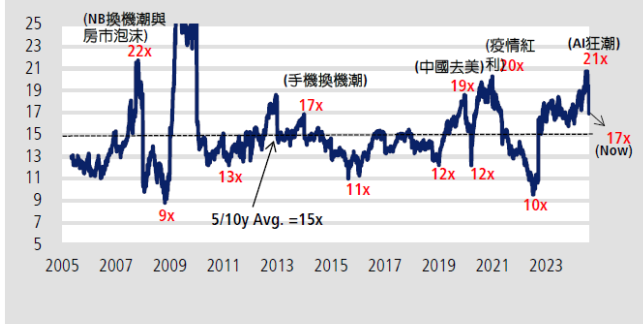
台股各族群今明兩年盈餘修正幅度，百分比（已公布財報或近期有修正者）



資料來源：凱基整理與預估

圖 7：台股本波急跌已使 PE 從 21 倍修正至目前的 17 倍

台股預估 PE(未來 1 年)，倍



資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 8：台股目前預估 PE 約 17 倍，相對長期平均為 15 倍

台股評價與約當指數之對照位置	24-25年平均預估PE (x)	約當指數位置 (點)
目前	17.0	19,831
推估	15.0	17,521
推估	16.0	18,689
推估	17.0	19,857
推估	18.0	21,025
推估	19.0	22,193
推估	20.0	23,361
推估	21.0	24,529

資料來源：TEJ；凱基整理與預估

圖 9：台股評價比較

	Forward PB(倍)								Forward PE(倍)							
	未來1年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底	未來1年	2024年	2025年	過去5年平均	過去10年平均	過去20年平均	2007年高峰	2008年谷底
台股	1.85	1.95	1.81	1.72	1.62	1.62	2.28	0.95	16.91	18.62	15.60	15.19	15.00	17.13	21.73	8.80
台股(扣除台積電)	1.40	1.48	1.37	1.40	1.38	1.46	2.22	0.89	16.49	18.17	15.50	14.91	14.99	16.05	22.71	8.06

資料來源：凱基整理與預估

圖 10: 推薦個股

公司名稱	代碼	投資評等	目標價	市值	股價	漲跌幅	每股盈餘 (元)		本益比 (倍)		股價淨值比 (倍)		淨值報酬率 (%)		現金殖利率 (%)		
			(元)	(US\$m)	(元)	(%)	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2023	2024F	2025F
統一	1216 TT	增加持股	86.0	13,724	79.2	8.6	3.85	4.31	20.6	18.4	3.5	3.4	17.3	18.8	3.8	4.1	4.6
亞泥	1102 TT	持有	40.0	4,483	41.5	(3.5)	3.06	3.40	13.5	12.2	0.9	0.9	6.1	6.7	5.8	4.8	5.4
中信金	2891 TT	增加持股	39.0	20,973	35.1	11.3	3.29	3.39	10.6	10.3	1.4	1.2	14.3	12.6	5.1	5.4	5.7
玉山金	2884 TT	增加持股	32.0	12,903	26.5	21.0	1.52	1.64	17.4	16.18	1.6	1.43	9.5	9.25	4.5	4.2	4.54
台灣大	3045 TT	持有	103.0	12,036	106.0	(2.8)	3.80	4.23	27.9	25.1	6.3	6.3	18.0	20.3	4.1	4.1	4.1
中華電	2412 TT	持有	119.0	29,099	123.0	(3.3)	4.94	5.11	24.9	24.1	2.5	2.5	10.0	10.4	3.8	3.9	4.0
統一超	2912 TT	增加持股	319.0	8,671	273.5	16.6	11.49	12.77	23.8	21.4	7.2	7.0	31.0	33.1	3.3	3.7	4.1

資料來源: 凱基整理與預估

上述凱基分析員為證監會持牌人，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 於本報告內所載的所有資料，並不擬提供予置身或居住於任何法律上限制凱基證券亞洲有限公司（「凱基」）或其關聯成員派發此等資料之司法管轄區的人士或實體使用。此等資料不構成向任何司法管轄區的任何人士或實體作出的任何投資意見、或發售的要約、或認購或投資任何證券或其他投資產品或服務的邀請、招攬或建議，亦不構成於任何司法管轄區用作任何上述的目的之資料派發。請特別留意，本報告所載的資料，不得在美國、或向美國人士（即美國居民或按照美國或其任何州、屬土或領土之法律成立的合夥企業或公司）或為美國人士之利益，而用作派發資料、發售或邀請認購任何證券。於本報告內的所有資料只作一般資料及參考用途，而沒有考慮到任何投資者的特定目的、財務狀況或需要。該等資料不擬提供作法律、財務、稅務或其他專業意見，因此不應將該等資料賴以為投資專業意見。

部份凱基股票研究報告及盈利預測可透過 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的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基不會就其公正性、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，凱基並不另行通知。凱基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，並不能在未經凱基書面同意下，擅自以任何方式轉發、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、高級人員及僱員可不時就本報告所涉及的任何證券持有。