



凱基證券

蝙蝠俠來了

Here Comes BATMMAAN

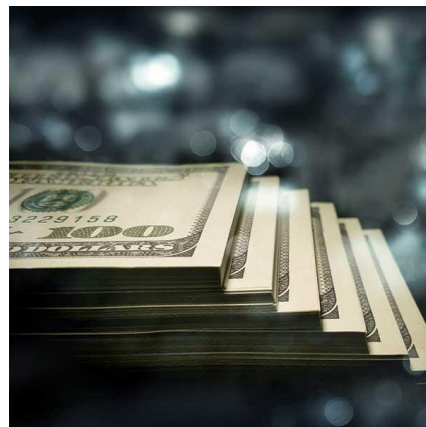
投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

2025年1月17日



01 本週焦點圖表

通膨持平、就業良好，
美國雙率波動放大



02 市場回顧

企業財報疊加川普就職，
股市區間震盪



03 熱門議題

中國人行寬鬆政策和利差，
加重資金外流與人民幣貶值



04 投資焦點

權值股具護城河優勢，
著眼長線逢回分批布建



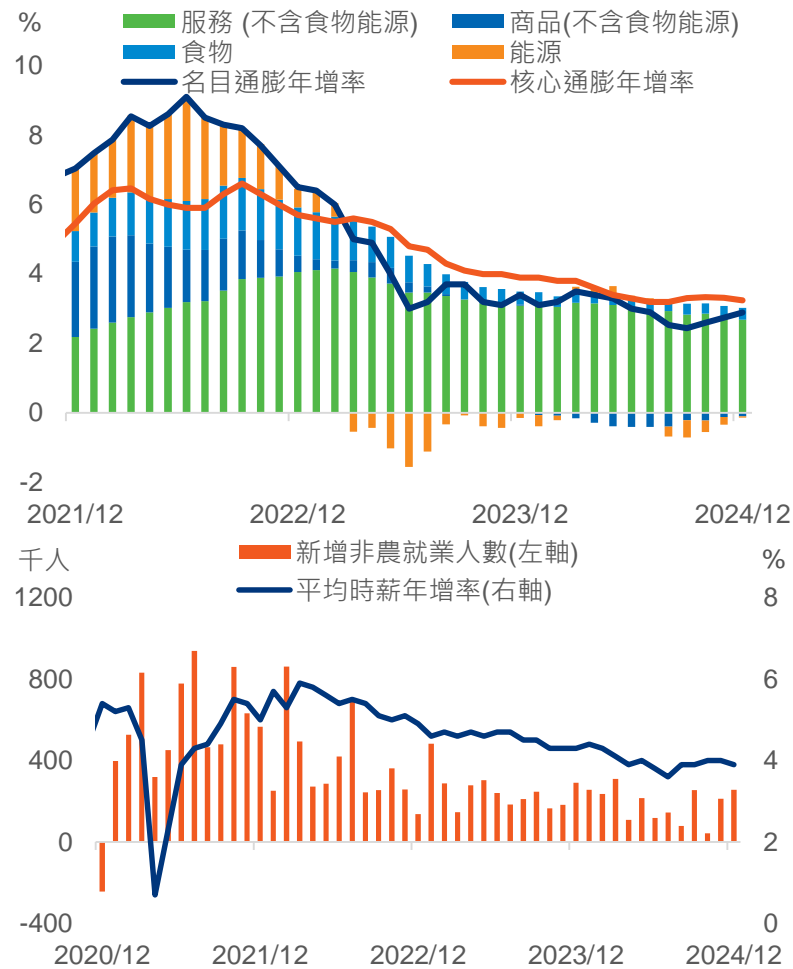
本週焦點圖表

通膨持平、就業良好，美國雙率波動放大

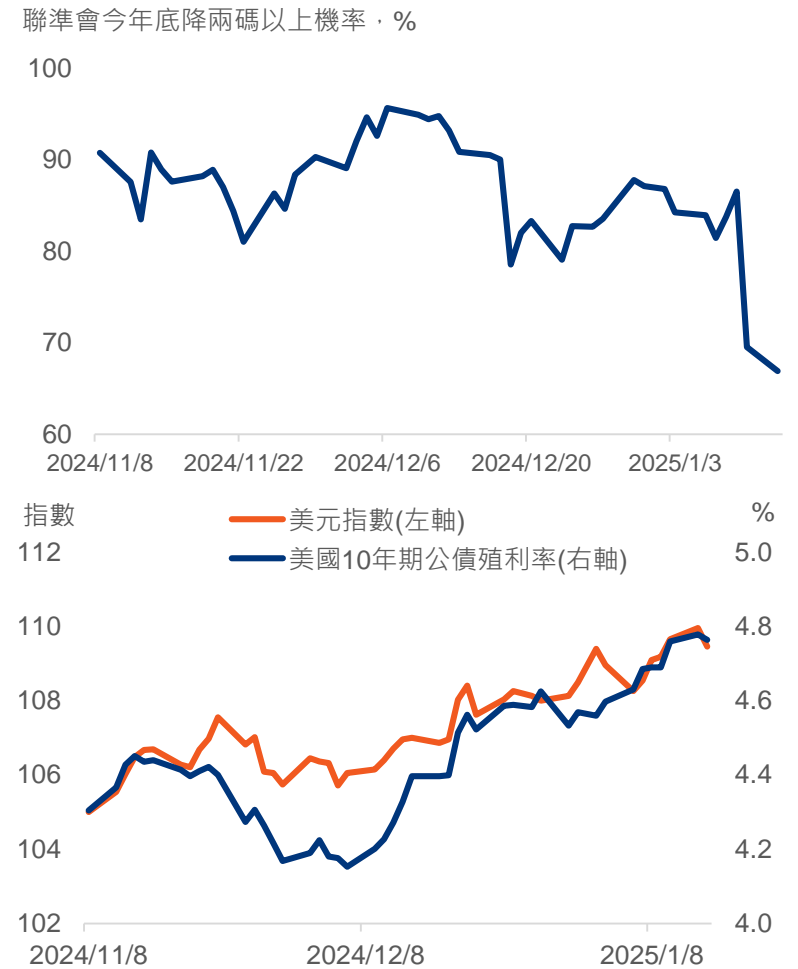
▶ 美國12月PPI月增0.2%，低於預估值0.4%，核心PPI持平；CPI月增0.4%、稍高於預測值0.3%，但年增率2.9%符合預期。此外，核心CPI月增率只有0.2%、年增率3.2%，皆低於預估值0.3%和3.3%。其中，能源價格上升是推升CPI的主因，但佔CPI三分之一權重的住房指數月增0.3%，年增率僅4.6%、創2022年1月以來最小年增幅，降低市場擔憂通膨復燃的風險。

▶ 美國12月新增非農就業25萬6千人，高於預估值15萬7千人，失業率從前月4.2%降至4.1%，顯示勞動市場穩健。市場調降聯準會今年降息預估幅度至1-2碼，1月預期將保持按兵不動，最快6月才啟動降息。美國雙率反應降息縮減上彈，美國10年期公債殖利率一度來到4.8%，近月上升幅度逾60個基點，隨後回落。美國和非美利差擴大，美元指數保持在109近年高位，後續關注川普1月20日上任後的施政執行力道，預期加徵關稅應為談判籌碼，但近期股市與雙率波動不減。

美國名目CPI反彈但核心CPI下降、勞動市場穩健



聯準會降息預期下滑，美國雙率彈升



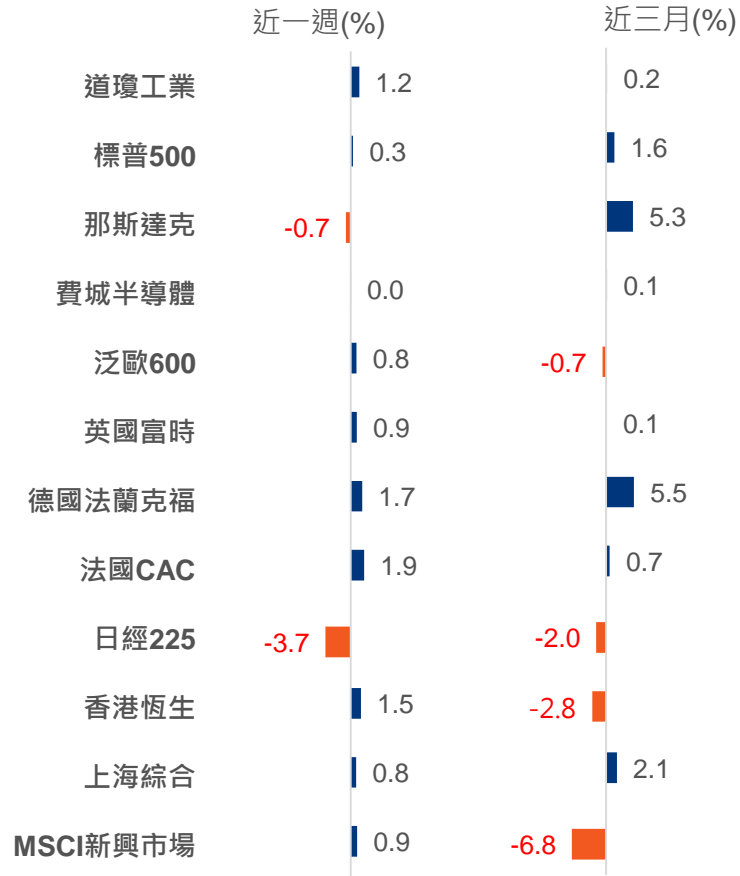
資料來源：Bloomberg，凱基證券整理

市場回顧

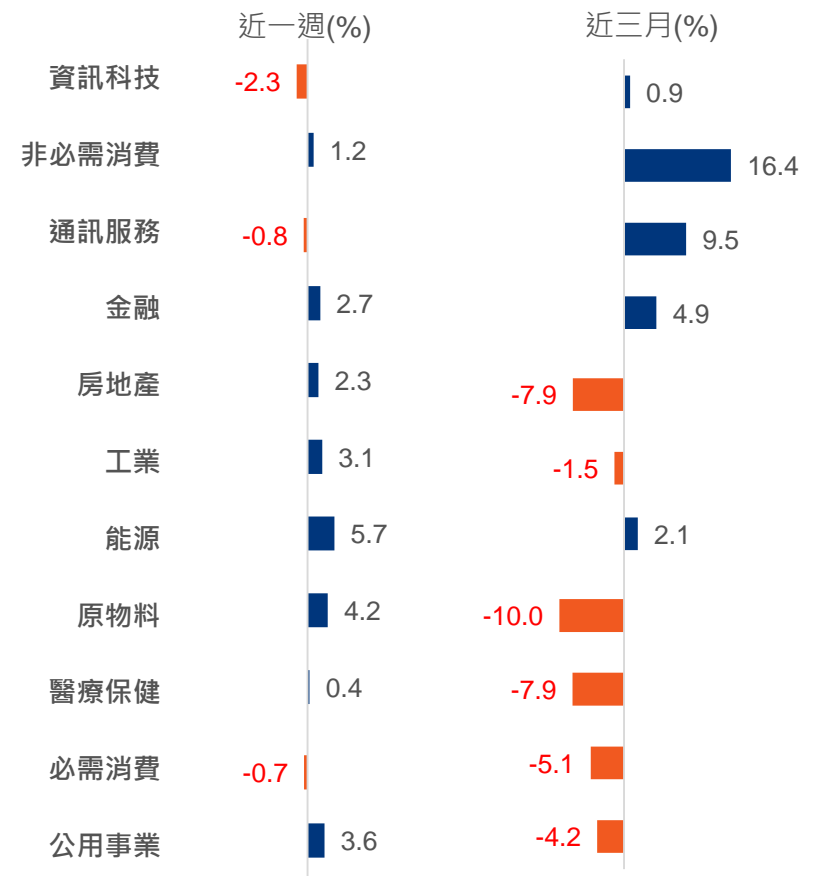
企業財報疊加川普就職，股市區間震盪

- ▶ 美股本週漲跌互見，經濟數據包括PPI、CPI持平，緩解通膨升溫疑慮，加上12月零售銷售月增0.4%，低於市場預估的0.6%與11月的0.8%，顯示美國去年底銷售動能仍佳，但不至於引發通膨失控。此外，美股超級財報週登場，市場關注1月20日川普就職後的政策施行，股市呈現高檔區間震盪。
- ▶ 銀行股財報普遍優於市場預期，包括摩根大通上季盈餘、營收因固定收益交易使投資獲利強勁；花旗、高盛第四季財報亦佳，富國銀行預測年淨利息收入將成長1~3%，皆帶動金融股與道瓊工業指數上揚。此外，台積電法說會展現利多，預測今年全年資本支出達380-420億美元，可能挑戰新高，第四季淨利年增57%，與營收皆優於市場預期，惟科技股受蘋果在中國銷售下滑的利空衝擊，拖累週漲幅。美國上週原油庫存減少200萬桶至4.13億桶，創下2022年4月以來新低，激勵油價與能源股上漲。預期川普的關稅政策將會推高金屬價格，原物料股反彈。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年1月17日

美債殖利率先升後降，美元維持高檔、能源與天然氣續揚

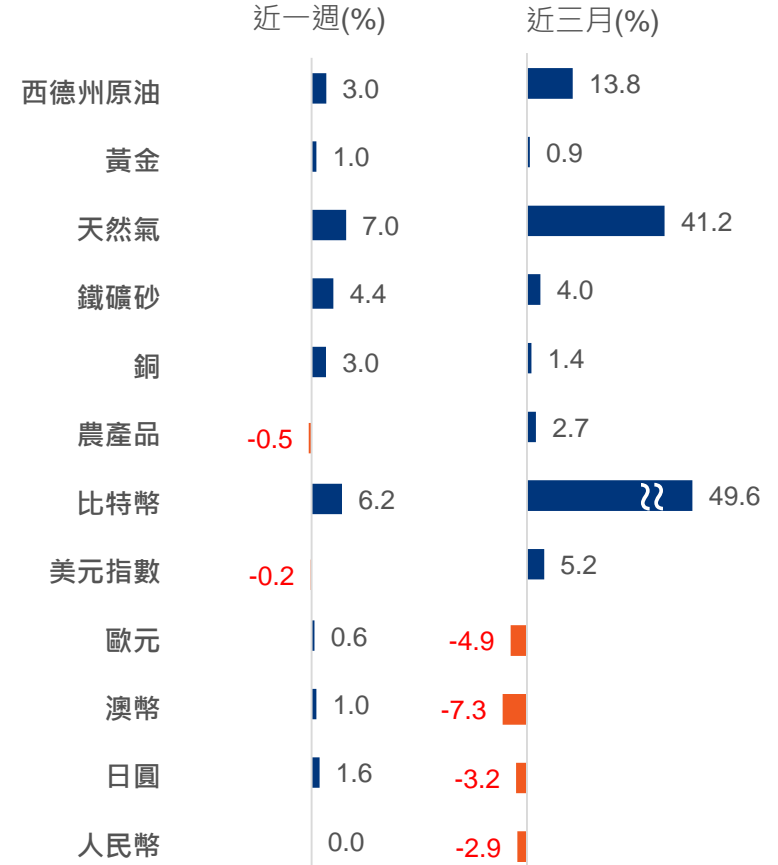
- ▶ 美國12月PPI、核心CPI增幅及零售銷售額皆低於市場預期，加上首次申請失業救濟金人數受加州野火影響，較前週增加1.4萬人至21萬7千人，高於市場預估。美國經濟活動稍緩，使市場緩解上週非農新增就業人數大好的衝擊，美國10年期公債殖利率一度走揚至4.81%，創近14個月新高，後隨因通膨數據下滑至4.61%，通過債市小幅上漲。
- ▶ 美元指數維持109高位，比特幣跌深反彈，以色列與哈瑪斯正式達成停火協議，釋放人質並結束長達15個月的衝突。然而黃金反應美債殖利率回落，加上中國人行持續購金，對金價提供下檔支撐，黃金收在每盎司2,714美元。拜登政府近期擴大制裁俄羅斯石油產業，限制了對俄油主要買家中國和印度的供應，加上美國原油庫存減少，激勵油價上漲。美國能源部預計天然氣價格未來兩年逐步上升，主因需求增長(特別是液化天然氣)超過供應增量，預期庫存將保持在過去五年平均值以下。

資料來源：Bloomberg，2025年1月17日

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)

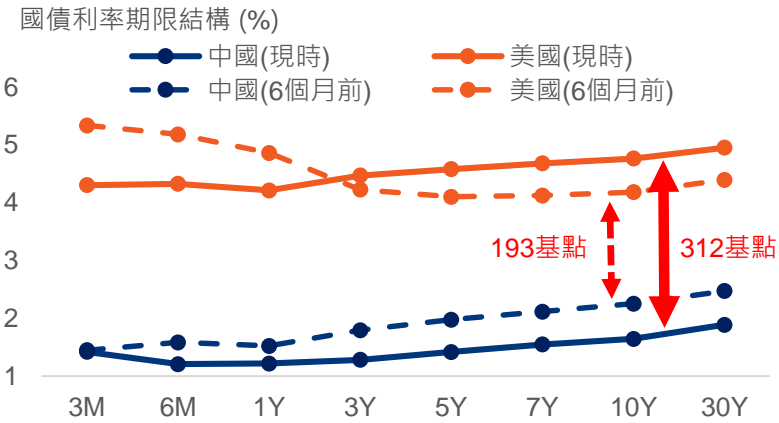


中國人行寬鬆政策及中美利差，增加人民幣貶值風險

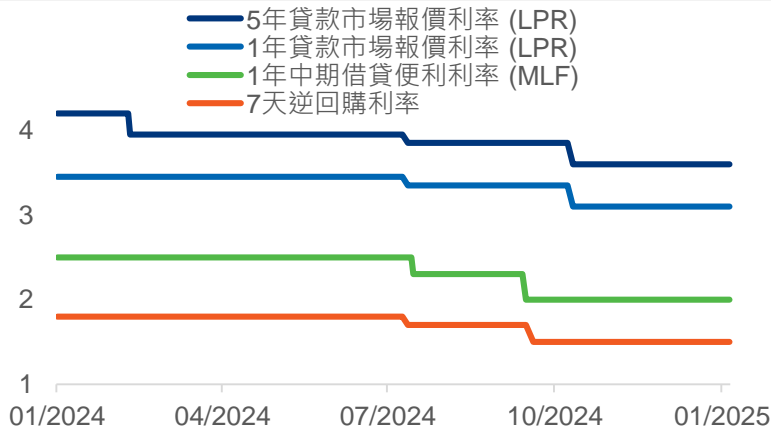
- ▶ 中美兩國經濟預期及貨幣政策方向差距漸增，加上共和黨過去傾向增加財政赤字，發債額維持高位，並推高美國公債殖利率。相對於6個月前，中美長天期利差擴大近120基點，使人民幣偏弱。
- ▶ 中美貿易戰及關稅糾紛，進一步促使人民幣轉弱，川普在提出對華關稅政策後，中國表示將以人民幣貶值應對。事實上，貿易戰1.0的時候，人民幣兌美元跌近10%，這或抵銷部份關稅的影響。
- ▶ 中國國際收支平衡表中的淨誤差和遺漏(Net E&O)，是統計中未追蹤到的資本流動，或成為資金外流，2015年人民幣兌美元顯著貶值，內地的淨誤差和遺漏顯示資金外流。若市場預期人民幣進一步下跌，可能加速資金外流，後續需關注內地資本管制的力度。
- ▶ 一般而言，人民幣貶值對於以內需為主的中國企業相對不利。在投資於中國股債時，也需考慮對沖人民幣的匯率風險。

資料來源：Bloomberg、CEIC；淨誤差及遺漏(Net E&O)或包括官方統計數據未追蹤的資本流動；而新冠疫情時，觀光赤字(Tourism Deficit)高於旅客活動，也可能顯示資本外流的情況。

經濟預期、貨幣政策分歧等導致中美息差擴闊



預期中國貨幣政策維持寬鬆



川普政策推升美元，增加人民幣貶值風險



過往人民幣貶值，或增加資金外流壓力

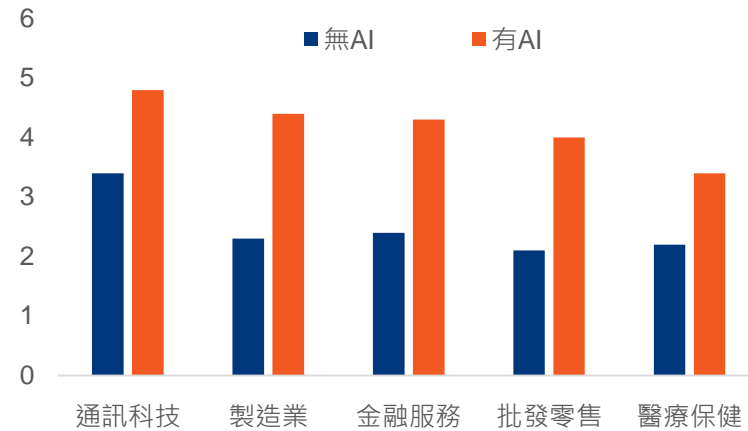


權值股具護城河優勢，大型成長股與AI營收佳

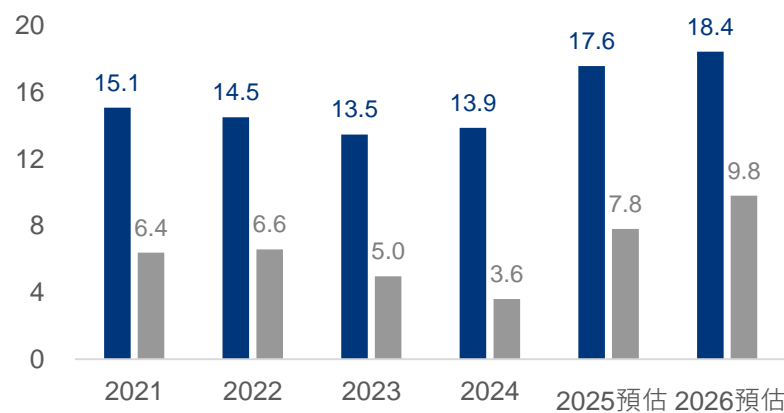
- ▶ 今年科技與AI應用的需求前景仍火熱，即使近期美國降息預期下滑，造成美債殖利率彈升，科技成長股的高估值與評價再度被市場檢視，但觀察科技股與各產業發現，AI的運用已從通訊科技股進一步擴散到其他領域，包括金融、醫療、消費等產業龍頭，皆藉由增加AI應用，提升管理效率和客戶體驗，進而轉換成獲利，如零售消費產業運用AI進行庫存管理和客戶分析，醫療與金融也藉由AI簡化理賠與客服諮詢，使得使用AI的企業預估營收年增率遠高於沒有使用的公司。
- ▶ 另一方面，目前仍處偏高利率的環境下，高資金成本不利小型股融資需求，大型股的充沛現金流，使其更具備抵禦景氣放緩的風險。觀察美國各產業中，以資訊科技、非必需消費和通訊服務為大型股比重最高的產業，此外成長股中的大型企業比重也遠高於價值股的比例，因此預期今年大型成長AI概念股，仍是最具投資動能和漲勢的族群。

AI與大型股仍是未來兩年主流

關鍵產業營收年增率預估，%

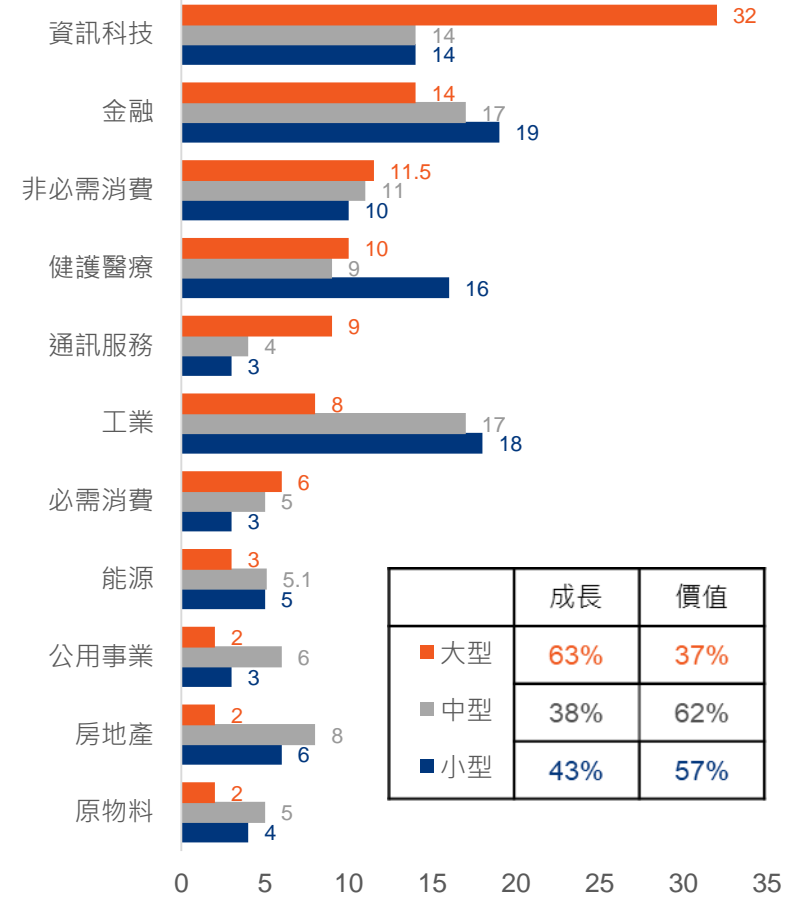


營利率，% ■ 標普500指數 ■ 羅素2000小型股



科技、非必需消費和通訊是大型股比重最高的產業

產業組成中佔指數市值百分比，%



	成長	價值
大型	63%	37%
中型	38%	62%
小型	43%	57%

資料來源：左圖Bloomberg、右圖J.P.Morgan、凱基證券整理

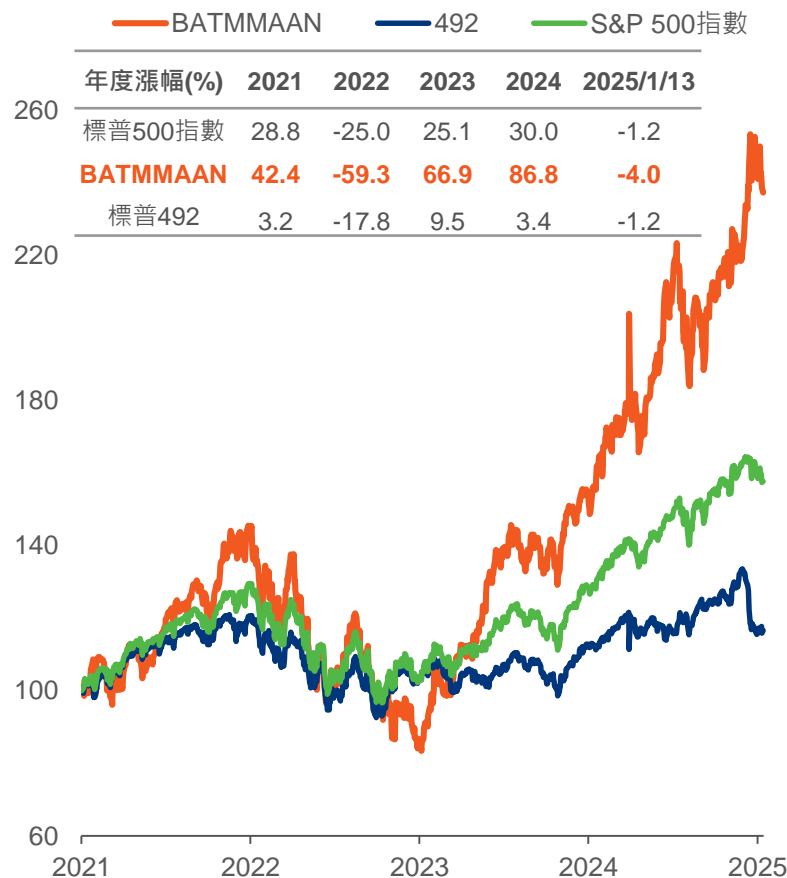
BATMMAAN過去漲幅驚人，股市逢回可分批布建

▶ 美國大型科技股與AI應用的結合，首推美股七雄(Magnificent Seven)再加上今年異軍突起的博通，8家公司組成新縮寫蝙蝠俠(BATMMAAN)。過去2024年BATMMAAN漲幅高達87%，從美國總統大選後，8家公司加起來市值增加了1.9兆美元，若扣除這8間企業後的標普另外492間公司，截至去年底全年漲幅僅3.4%，顯示整體標普500指數的上漲幾乎大部分由BATMMAAN所貢獻。

▶ 儘管美國10年期公債殖利率驟升，使得成長股自2025年以來出現漲多回落的現象，但若營收與獲利持續成長，且增速趕上估值上升的幅度，BATMMAAN的未來漲幅依舊可期。其中看到今年預估獲利年增率最高的輝達，全年預估獲利年增率仍高達52%，使其預估本益成長比(本益比除以每股盈餘成長率)僅0.6。過去認為權值成長股漲多不敢介入的投資人，不防利用難得的回檔，分批布建長期部位，參與AI時代來臨的獲利。

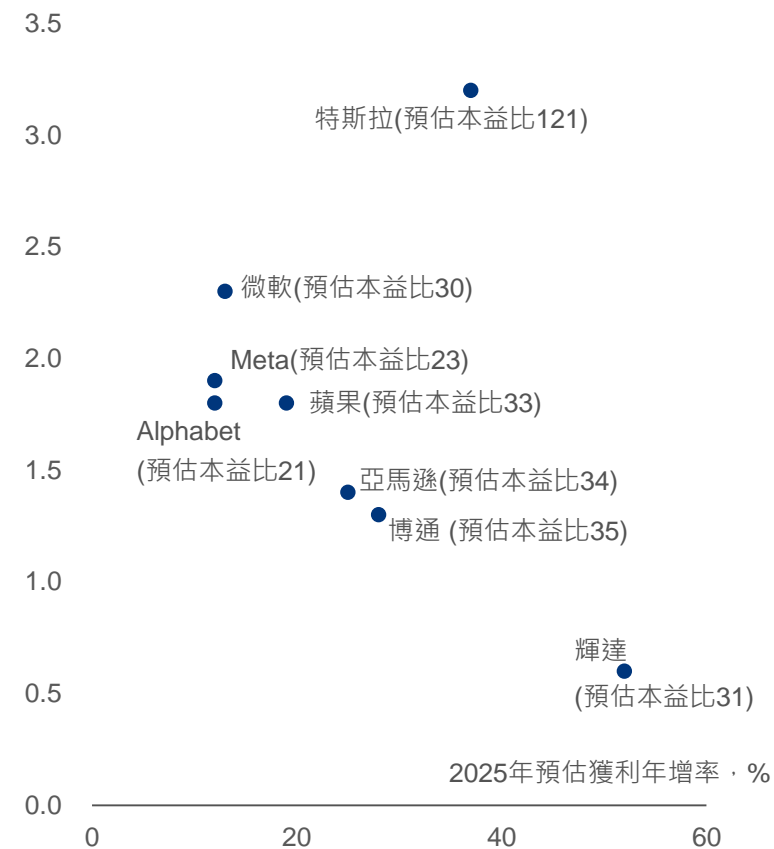
美股有無"蝙蝠俠"加持，股價漲幅差異大

以2021/1/1=100標準化



BATMMAAN今年預估獲利年增率雙位數成長起跳

2025年預估本益成長比(PEG) · 倍



市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 市場靜待川普上任主要政策施行細節，市場聚焦美國企業財報基本面。美國經濟軟著陸為主要情境，金融股財報佳提供漲勢，預期金融、工業、國防軍工等川普政策利多題材續發酵。此外，AI長期展望佳，科技股長多趨勢不變。 ◆ 增加關稅將使中國外需動能受到壓抑，歐洲因經濟表現疲弱，加上貿易政策不確定性，歐股中性看待；隨薪資持續成長，消費力道回籠，日股偏多看待。 	<p>策略風格：大型股，金融、工業、軍工、AI與科技股</p> <p>區域：美國、日本</p>
債市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 美國經濟與就業具韌性，使市場對後續降息幅度預期收斂，所幸通膨可控、公債殖利率區間震盪。操作上隨殖利率上彈可以中短天期公債、高評等投資級債鎖利。 ◆ 中長天期以上債券波動較大，投資人宜視風險承受度配置，除非景氣朝硬著陸發展，如觀察就業數據明顯放緩後，再漸增中長天期債券。 	<p>期間：短天期債券鎖利，中長天期債波動相對較大，視投資人風險承受度配置</p> <p>種類：公債、投資級債以大型企業為首選，產業可聚焦具潛在利多的金融債</p>
匯市	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 聯準會降息幅度放緩，預期美元短線偏強，強勢美元或將延續至2025上半年。 ◆ 日本經濟改善、日本銀行可能升息，使日圓貶勢暫緩，靜待1月份日本銀行利率決策會議結果。 	<p>美元短線高檔有撐</p> <p>日圓貶勢暫緩</p>

▶ JAN 2025

13

Monday

- 中國12月出口年增率
(實際:10.7% 預估:7.5% 前值:6.7%)

14

Tuesday

- 美國12月PPI年增率
(實際:3.3% 預估:3.5% 前值:3.0%)

15

Wednesday

- 美國12月CPI年增率
(實際:2.9% 預估:2.9% 前值:2.7%)
- 美國12月核心CPI年增率
(實際:3.2% 預估:3.3% 前值:3.3%)
- 日本12月工具機訂單年增率初值
(實際:11.2% 前值:3.0%)
- 歐元區11月工業生產年增率
(實際:-1.9% 預估:-1.9%
前值:-1.1%)

16

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:217k 預估:210k 前值:203k)
- 美國12月零售銷售月增率
(實際:0.4% 預估:0.6% 前值:0.8%)
- 日本12月PPI年增率
(實際:3.8% 預估:3.8% 前值:3.8%)

17

Friday

- 美國12月工業生產月增率
(預估:0.3% 前值:-0.1%)
- 美國12月新屋開工月增率
(預估:3.0% 前值:-1.8%)
- 中國第四季GDP年增率
(實際:5.4% 預估:5.0% 前值:4.6%)
- 中國12月工業生產年增率
(實際:6.2% 預估:5.4% 前值:5.4%)
- 中國12月零售銷售年增率
(實際:3.7% 預估:3.6% 前值:3.0%)
- 歐元區12月CPI年增率終值
(預估:2.4% 前值:2.4%)

20

Monday

- 日本11月核心機器訂單月增率
(預估:-0.8% 前值:2.1%)
- 日本11月工業生產月增率終值
(前值:-2.3%)

21

Tuesday

- 嘉信理財公司(SCHW)、普洛斯(PLD)、3M(MMM)財報

22

Wednesday

- 網飛公司(NFLX)、安費諾(APH)、實僑公司(PG)、亞培(ABT)、奇異維諾瓦公司(GEV)、嬌生公司(JNJ)財報

23

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(前值:217k)
- 日本12月出口年增率
(預估:0.8% 前值:3.8%)
- 奇異公司(GE)、Elevance健康公司(ELV)、聯合太平洋公司(UNP)財報

24

Friday

- 美國1月密大消費者信心指數終值
(前值:73.2)
- 日本1月BOJ利率決議
(預估:0.50% 前值:0.25%)
- 日本12月全國CPI年增率
(預估:3.4% 前值:2.9%)
- 德州儀器公司(TXN)、直覺外科公司(ISRG)、新紀元能源公司(NEE)、先進公司(PGR)、ServiceNow公司(NOW)、HCA醫療保健公司(HCA)、美國運通(AXP)、威瑞森電信公司(VZ)財報

資料來源：Bloomberg

財報季重點企業公布

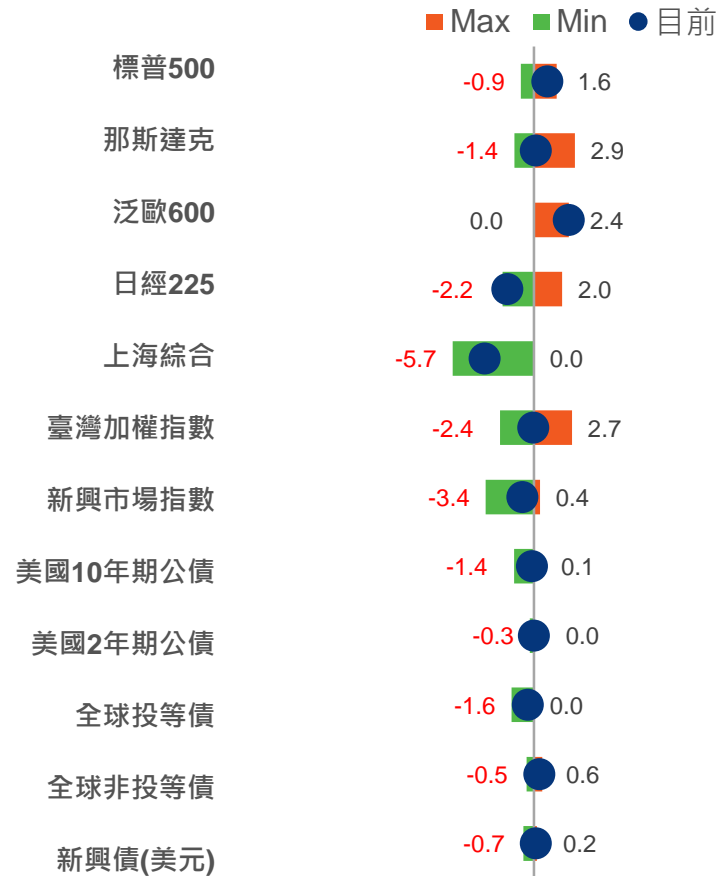
日期	公司名稱	營收預估 (美元)	營收公布 (美元)	EPS預估 (美元)	EPS公布 (美元)	優於市場預期	
						營收	EPS
2025/1/15	貝萊德公司(BLK)	5.44B	5.68B	11.02	11.93	V	V
2025/1/15	富國銀行(WFC)	20.49B	20.38B	1.34	1.42		V
2025/1/15	摩根大通銀行(JPM)	41.25B	43.74B	3.95	4.81	V	V
2025/1/15	高盛集團(GS)	12.15B	13.87B	8.12	11.95	V	V
2025/1/15	花旗集團(C)	19.45B	19.58B	1.22	1.34	V	V
2025/1/16	聯合健康集團公司(UNH)	101.61B	100.8B	6.74	6.81		V
2025/1/16	美國合眾銀行(USB)	6.98B	7.01B	1.05	1.07	V	V
2025/1/16	PNC金融服務集團(PNC)	5.48B	5.57B	3.3	3.77	V	V
2025/1/16	美國銀行(BAC)	25.1B	25.3B	0.77	0.82	V	V
2025/1/16	摩根士丹利(MS)	14.76B	16.2B	1.64	2.22	V	V

資料來源：Investing.com

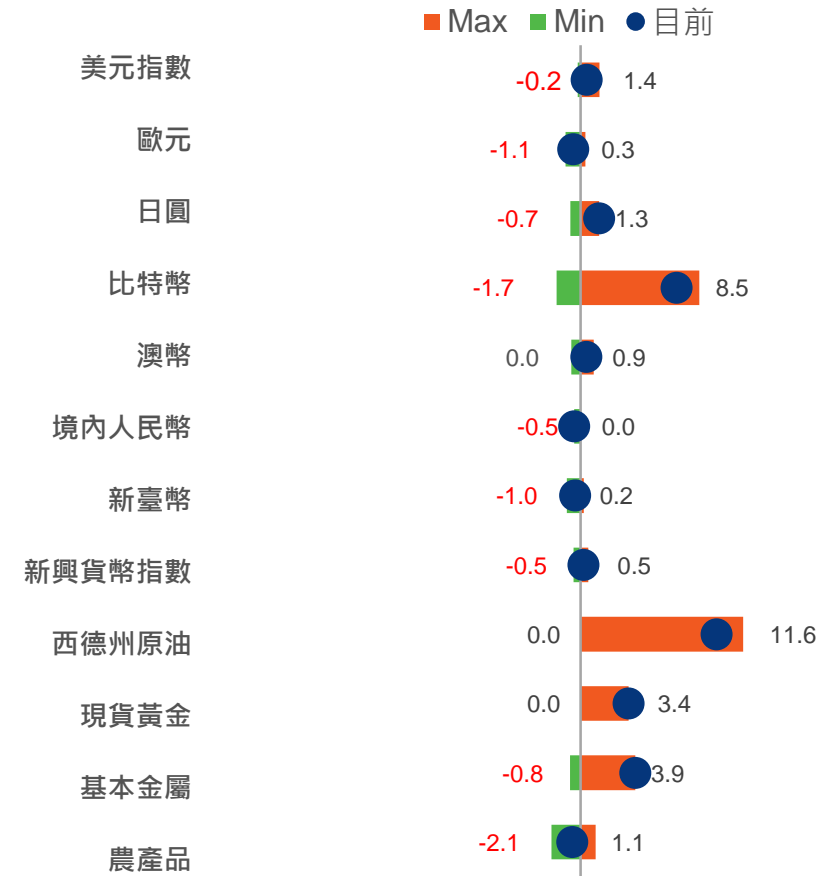


年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)



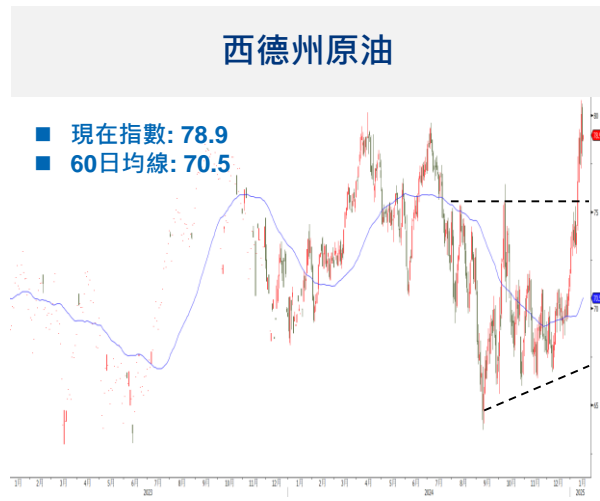
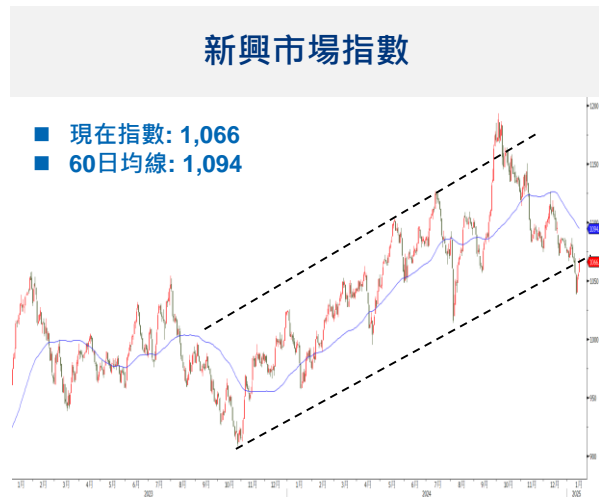
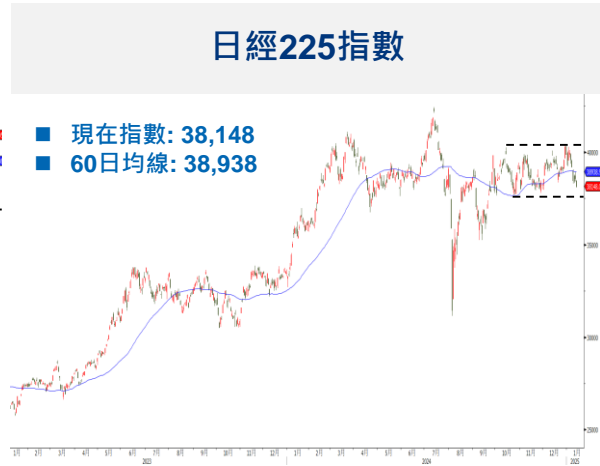
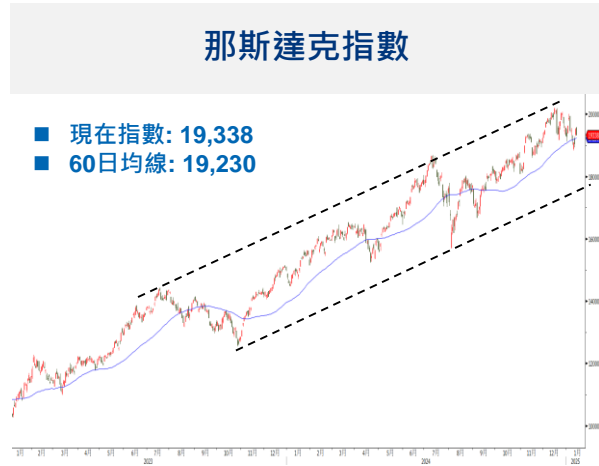
貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年1月17日

技術分析

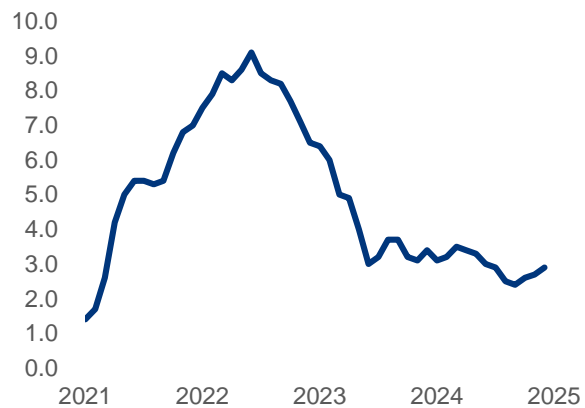
60日線



資料來源：Bloomberg · 2025年1月17日

市場觀測

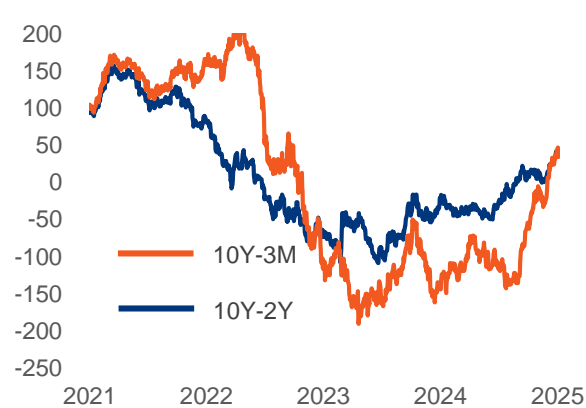
美國物價指數年增率(%)



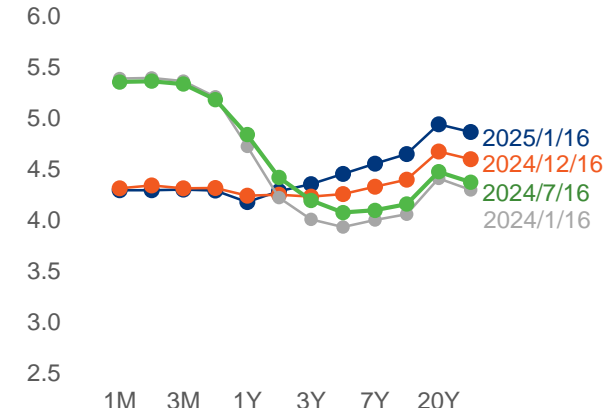
美國10年期公債殖利率(%)



美國公債利差(bps)



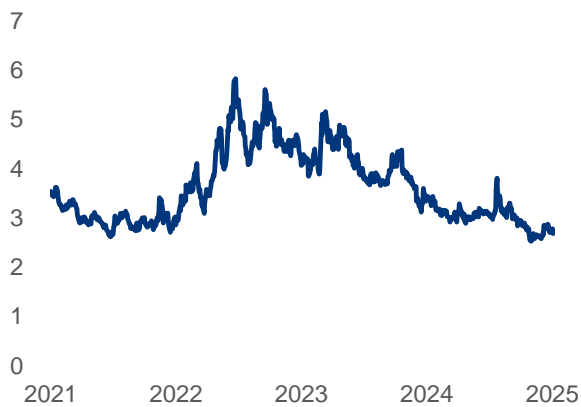
美國公債殖利率曲線(%)



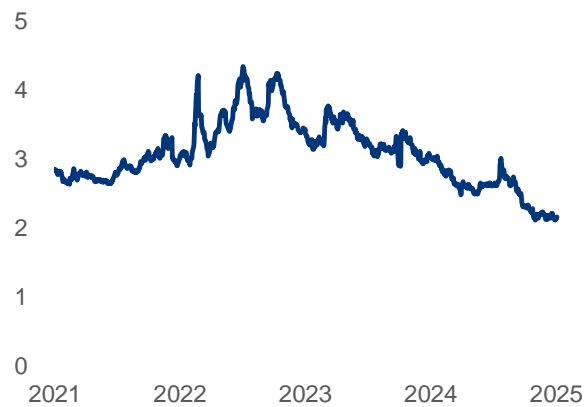
美元投資級公司債利差(%)



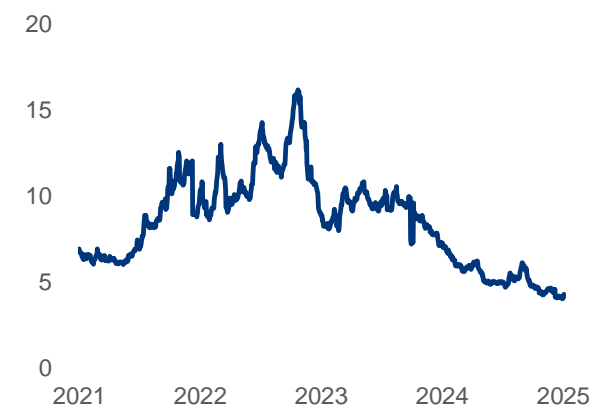
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



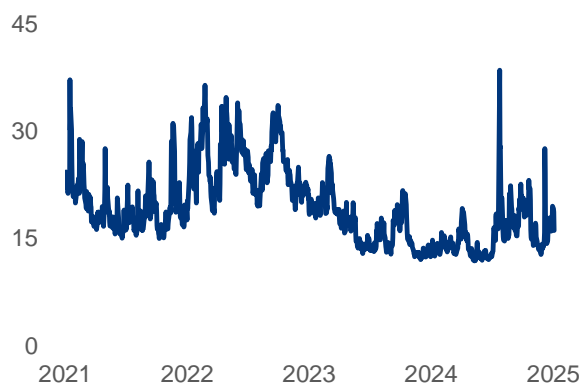
美元亞洲非投資級債利差(%)



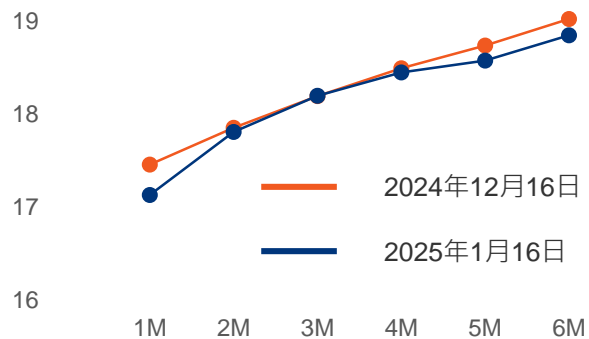
資料來源：Bloomberg · 2025年1月16日

市場觀測

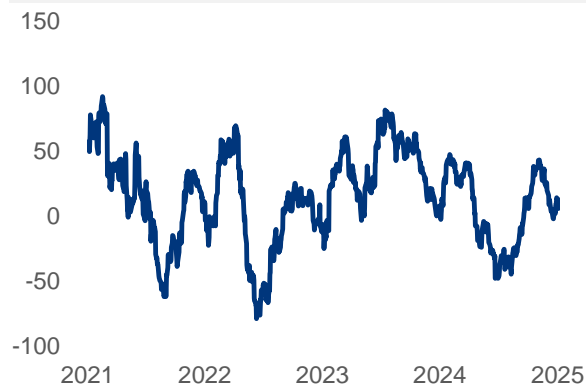
VIX指數



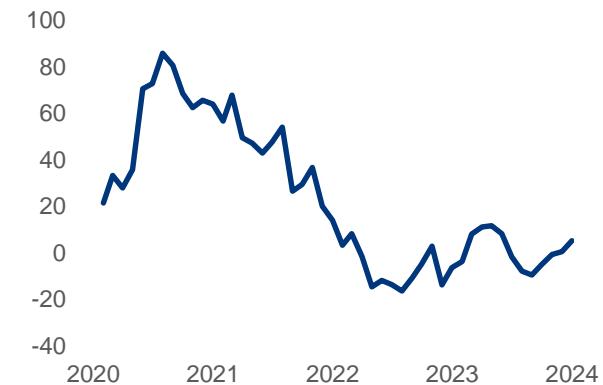
VIX期間結構



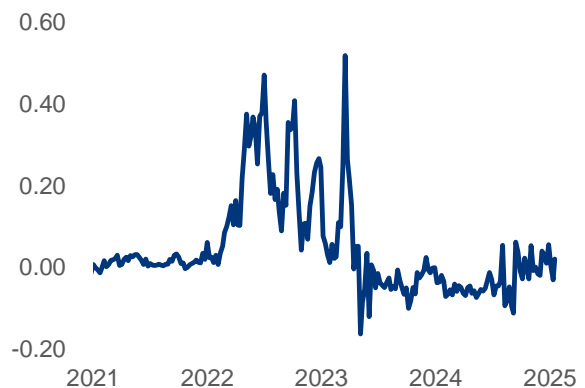
美國花旗經濟驚奇指數*



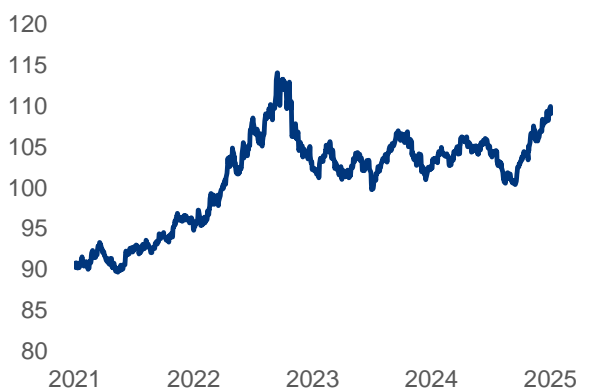
美國花旗通膨驚奇指數*



TED利差(bps)



美元指數



美元兌新臺幣



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年1月16日；*花旗經濟/通膨驚奇指數分別衡量經濟數據/實際通膨與市場預期落差，指數向上分別代表經濟好轉/通膨向上幅度超過市場預期

免責聲明

本文件係由凱基證券股份有限公司(下稱本公司)根據本公司認為可靠之資料來源並以高度誠信所編製，內文所載之資料、意見及預測等均僅供本公司客戶參考之用，並非針對個別客戶所提之商品建議、財務規劃、法律或稅務顧問諮詢服務，且本公司及所屬凱基金控集團之所有成員皆不就此等內容之準確性、完整性或正確性為明示、默示之保證或承擔任何責任或義務。

個別客戶因年齡、投資能力、金融商品交易經驗及風險承受度不同，適合之服務及/或金融商品亦有不同，應進一步與專屬理財業務人員進行評估。投資人應徹底瞭解相關服務及金融商品之風險，並審慎評估個人財力、資產狀況、理財需求及風險承受能力，獨立判斷並自行決定是否投資及承擔有關風險。投資任何商品皆具有風險，商品以往之績效不保證未來之投資收益，本公司不負責商品之盈虧，也不保證最低之收益。

本公司保留對本文件及其內容之著作權及其他相關權利，任何人未經本公司同意，不得翻印或作其他任何用途使用(包括但不限於傳送或轉發予其他人士等)。如有違反情事，本公司除不負任何責任外，亦將對未經同意之使用與散布等行為究責。