



凱基證券

投資策略週報 Global Markets Weekly Kickstart

高品質股穩表現

Quality Stocks Stabilize Performance

20 June 2025



01 本週焦點圖表

以色列與伊朗衝突，
全球國防意識再升級



02 市場回顧

地緣衝突再起，市場震盪



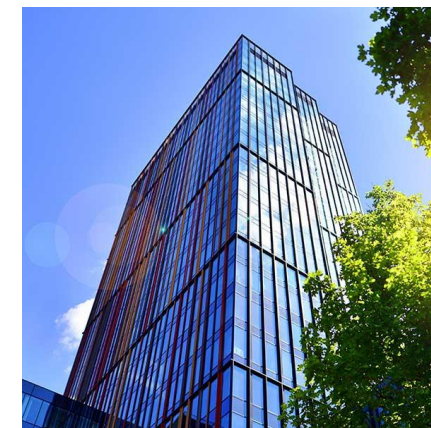
03 熱門議題

關稅政策疊加以伊戰事，
聯準會將面對更大不確定性



04 投資焦點

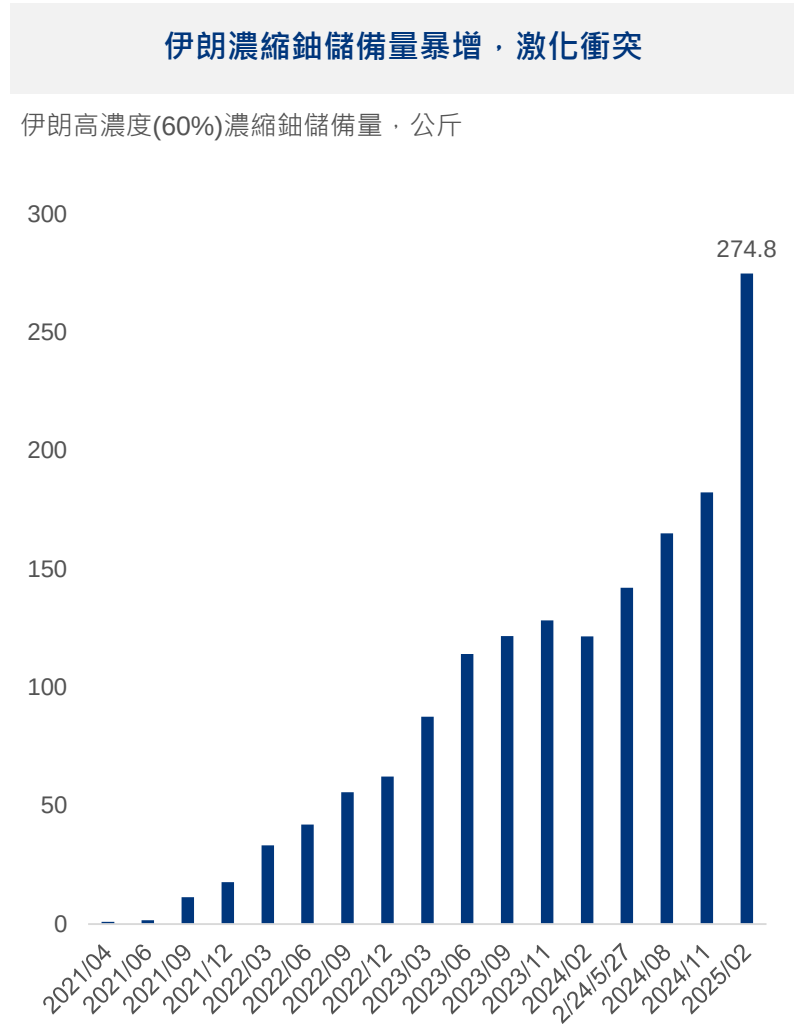
企業財務實力好表現，
如同護城河般守穩績效



本週焦點圖表

以色列與伊朗衝突，全球國防意識再升級

- ▶ 以色列長期表示，若伊朗接近核武門檻，將採取軍事行動。根據國際原子能總署(IAEA)截至2025年5月15日數據，伊朗濃縮鈾儲量(60%濃度)高達274.8公斤，增加幅度遠超過往數量及幅度，為以色列本次行動提供了理由依據。而以以色列本次對伊朗境內發動空襲，主要攻擊包括核設施、關鍵軍事資產及高階領導官員，雖憑藉其國防軍事技術降低對一般民眾的影響，但此次行動仍可能大幅提高中東地區地緣衝突的可能性及風險。
- ▶ 伊朗與以色列之間的距離約為1,300公里至1,500公里，以彈道飛彈5馬赫的速度飛行大約12分鐘即可抵達，理論上雙方的主要武器攻擊距離皆可輕易到達對方國土，然而實際效果取決於飛彈/武器類型、發射地點和技術。而本次以色列在各項軍事武器的精準度及防空「鐵穹」系統，持續在各大媒體及網路畫面曝光，讓軍事技術而非數量的重要性浮上檯面，將加深各國在國防投資的重視。



以色列在軍事預算遠高於伊朗，技術也相對較新

以色列與伊朗軍事部署比較

以色列		伊朗	
約17萬	主要軍力	約61萬	陸軍
約47萬	儲備軍力	約35萬	海軍
約275億美元	軍事預算	約103億美元	空軍
• 鐵幕		• 長程地對空飛彈系統	
• 中遠程防空系統		• 伊朗自製地對空飛彈系統	
• 反彈道飛彈系統			
• 約340架		• 約335架	
• 以色列在空軍有優勢，包括美製F-35		• 伊朗為舊款俄羅斯蘇愷及米格戰機	
• 約530門		• 約6,798門	
• 約46架		• 約34架	

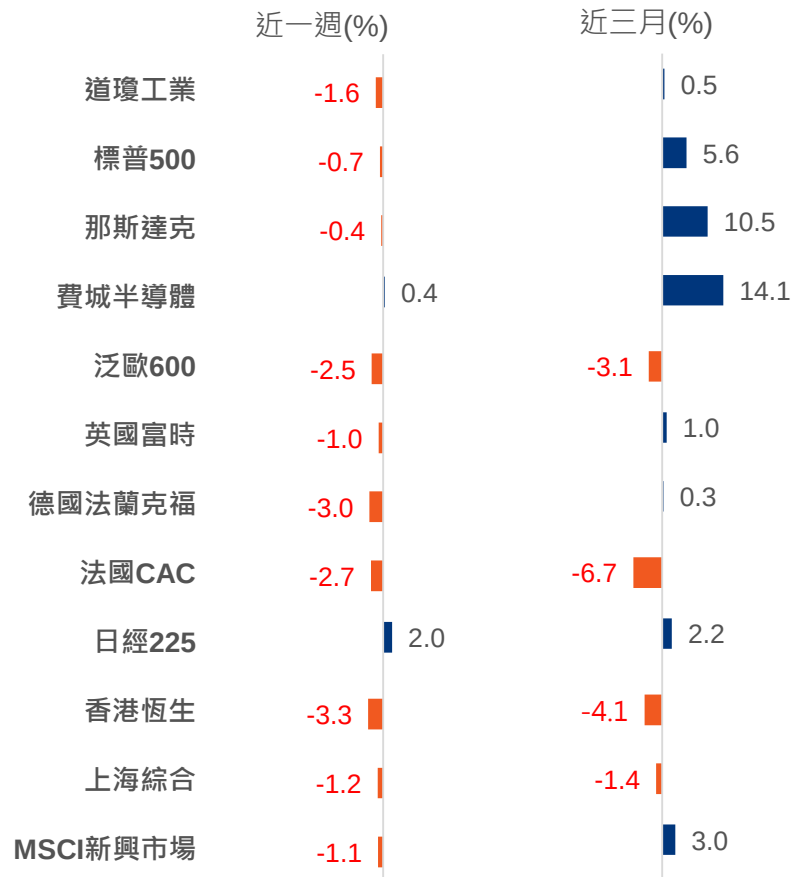
資料來源：IAEA (左圖) · Al Jazeera (右圖) · 凱基證券整理

市場回顧

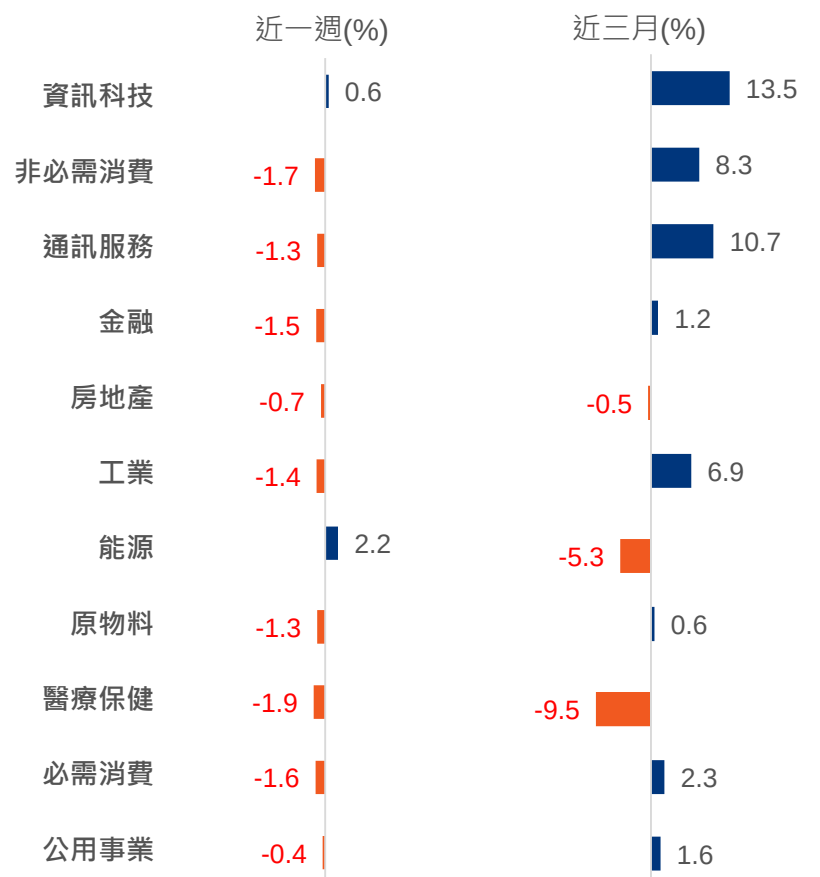
地緣衝突使美、歐股回檔，日本逆勢反彈，半導體與能源走強

- ▶ 美歐主要指數回檔，主要受以色列對伊朗核設施開戰，地緣風險升高。歐洲部分市場創5月以來新低，中東緊張局勢升溫，市場擔憂美國可能介入並引發戰事及影響層面擴大，加上市場傳出伊朗可能動用核武器，短期歐股低迷氣氛持續，英股則相對有撐。日股則在半導體類股帶動下逆勢上揚。美國總經數據好壞參半，美國6月密大消費信心指數上升至60.5，高於前值及市場預期，為半年來首度回升，主要受惠美中貿易關係緩解；6月紐約製造業指數低於前值與市場預估，為連續第4個月收縮，反映製造業活動仍偏弱，而5月CPI與PPI通膨數據則表現溫和。
- ▶ 類股部分，受到地緣衝突以及聯準會維持政策步調，除科技與能源股逆勢走強外，其餘類股下挫。半導體走勢最佳，主要受超微、輝達等晶片龍頭展望樂觀，帶動市場重回AI投資氛圍。後續需留意關稅進展，因目前半導體項目關稅未談，不確定性仍高。

各地區指數表現(%)



美股各產業指數表現(%)

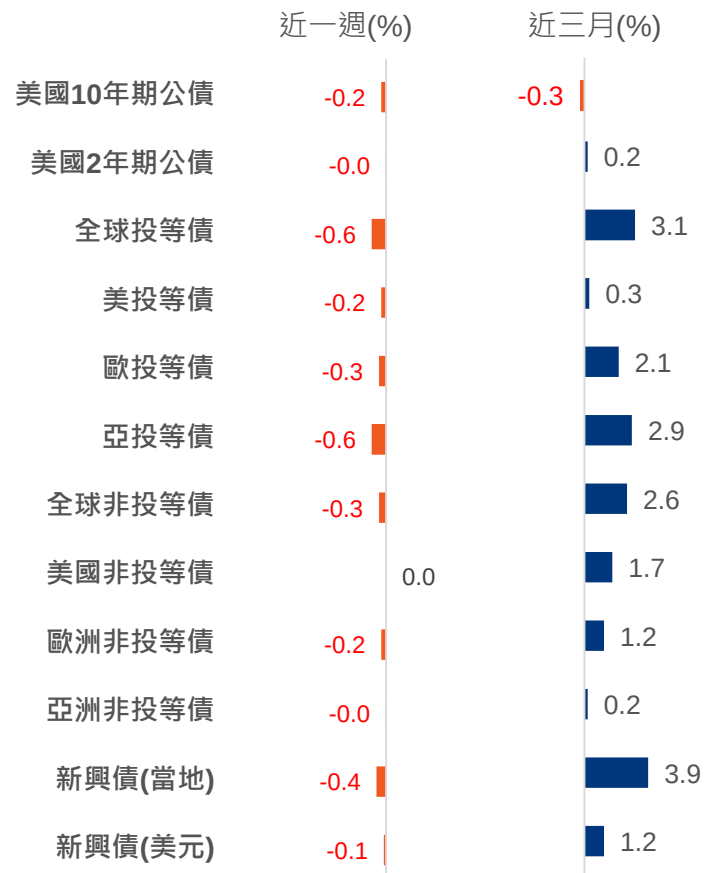


資料來源：Bloomberg，2025年6月20日

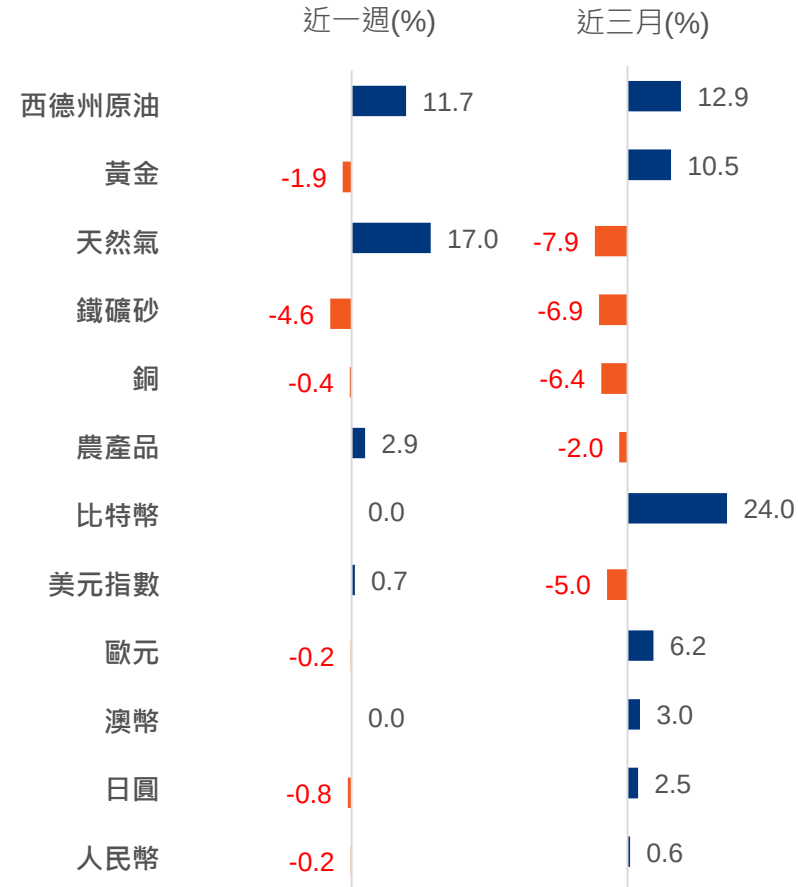
聯準會維持利率不變，債市震盪，戰事帶動原油及天然氣大漲，黃金漲多回檔

- ▶ 聯準會本次會議維持利率不變符合市場預期，然而贊成今年維持利率的官員數有增多，主因觀察到就業持穩以及通膨仍偏高，聯準會因而保持緩慢的政策腳步。此外，關稅對物價的影響以及地緣衝突，提升了政策的不確定性，10年期美國公債殖利率在4.4%水平附近狹幅震盪，整體債市小幅下跌。
- ▶ 受到戰事影響，油價及天然氣大幅走高，農產品近期也上揚，通膨壓力可能擴大。中東局勢短期推高油價，然而伊朗之外的產油國仍然有閒置產能可彌補供應缺口，且需求面不溫不火，因此短線油價可能在目前水平高檔震盪，向上突破機率較低。黃金則漲多回檔，美元指數在聯準會維持緩降息政策的態度下走強，後續觀察減稅議題及美國政府財政壓力發展情勢，中長期美元走勢仍偏弱。日圓短線回檔，然而日本通膨續升以及日本央行政策偏向升息，日圓有機會轉強。

各類債券表現(%)



各類商品及貨幣表現(%)



資料來源：Bloomberg，2025年6月20日

關稅政策疊加以伊戰事，聯準會將面對更大不確定性

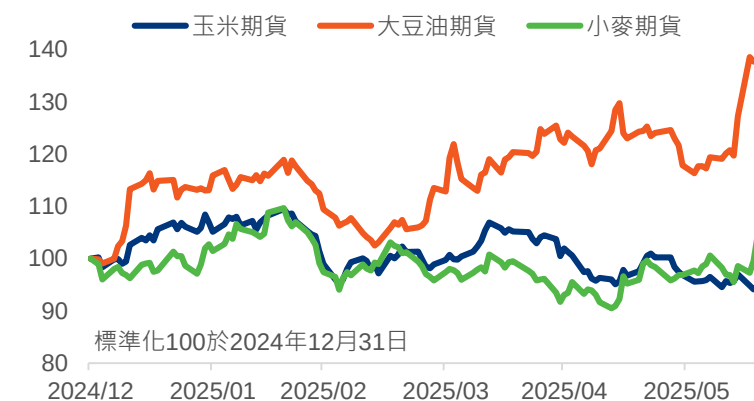
- ▶ 現時油價已反映伊朗供應缺口，基礎情境下，以伊戰事及核談判持續，但應不會升級至影響霍爾木茲海峽航道。然而，若衝突加劇導致海峽被封鎖，油價或上升至每桶100美元以上，但目前這情境機會不高。
- ▶ 目前伊朗每日平均約出口155萬桶原油，佔全球供應不到2%。OPEC閒置產能約是伊朗出口的2-3倍，依照過往經驗OPEC+在1至2季內便有望調節產能，「供過於求」仍為主軸，基礎情境下長期油價或重回每桶65美元。
- ▶ 聯準會本月如市場預期維持利率不變，官方下調經濟增長及上調通膨預估，明後年降息步伐放緩，並表示關稅政策的影響仍充滿不確定性。油價和通膨關係雖密切，但外部衝擊可能僅為短期帶動油價，關稅的影響則尚未浮現，加上部份糧食價格因為戰事而上升，美國「停滯性通膨」風險仍不容忽視，聯準會面對更大的不確定性。

資料來源：Bloomberg，聯準會，2025年6月18日

油價和整體通膨關係密切，但油價衝擊可能為短期



部份糧食價格或上升，增加通膨高企風險



聯準會經濟預期指向「停滯性通膨」風險

		中位數，%	
		3月預測	本月預測
實質GDP增長	2025	1.7	1.4
	2026	1.8	1.6
失業率	2025	4.4	4.5
	2026	4.3	4.5
整體PCE通膨	2025	2.7	3.0
	2026	2.2	2.4
核心PCE通膨	2025	2.8	3.1
	2026	2.2	2.4

投資焦點

企業擁財務實力，如同護城河優勢守績效，並有提升評價的潛力

- ▶ 企業若在品質的三個主要基本面(股東權益報酬率、獲利穩定性和低財務槓桿率)擁有較佳表現，可發現這樣的「高品質企業」長期表現遠優於其他企業，且過去幾年的表現差異幅度更大。若自1997年以來的5年相對滾動報酬率來看，具有高品質企業的指數在85%的期間表現都較一般企業好。高品質企業除了有較佳的股東報酬率及獲利穩定性，亦反應了該企業在產業中可長期維持競爭力，如同擁有護城河般的保護力及競爭優勢。
- ▶ 雖受到美國貿易和關稅政策影響，通膨預期顯著上升，也開始造成評價面收斂，然而品質股仍然比其他因子擁有較高的評價倍數。過往10年間，除了疫情後動能因子暫時享有最高的預估本益比外，其餘期間品質股的預估本益普遍較其他因子高，顯示市場較為青睞品質股的財務實力及未來成長潛力，願意為此付出較高的投資成本。

品質因子股票長期表現勝出

MSCI世界指數與其高品質指數累積報酬率，%

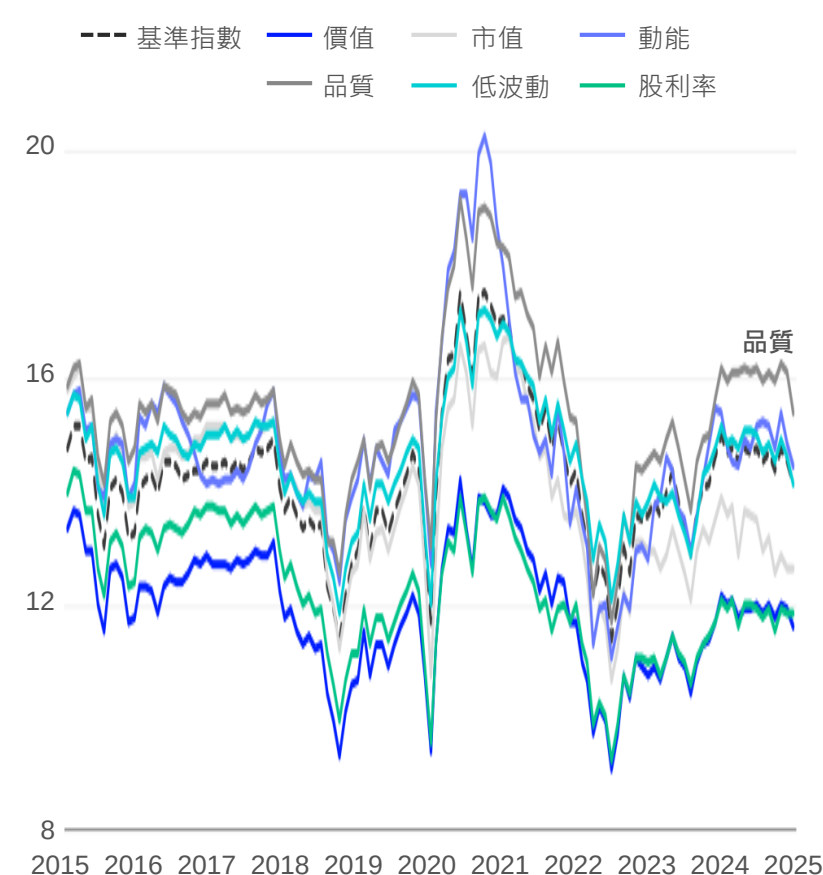


5年滾動報酬(MSCI世界高品質指數報酬 - MSCI世界指數報酬)，%



品質因子股票長期享有較高的評價倍數

全球股各種股權因子未來12個月預估本益比走勢



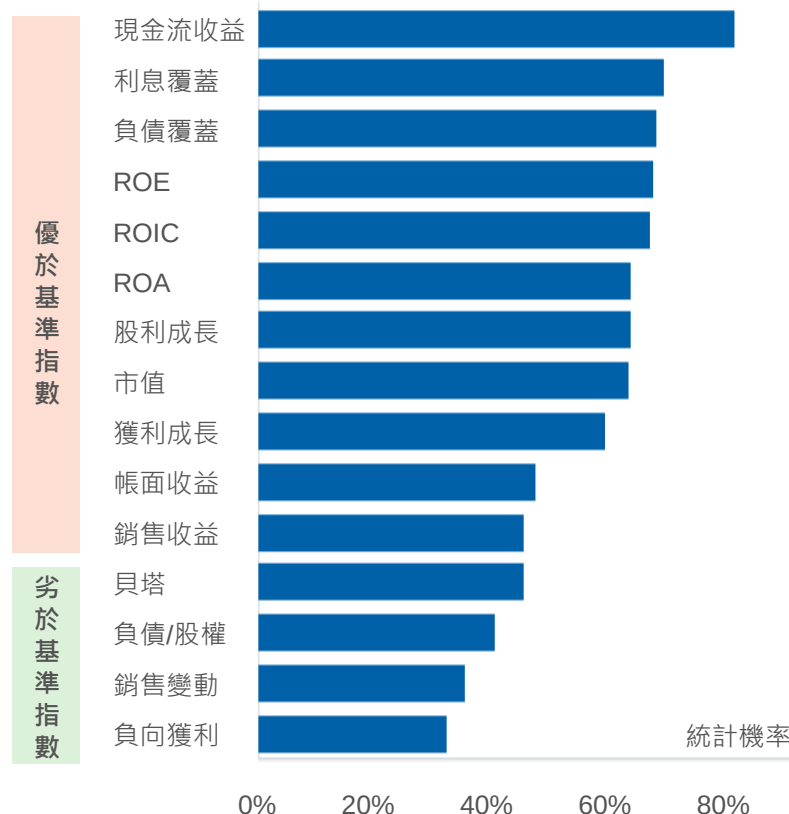
資料來源：T. Rowe Price (左圖)，LSEG (右圖)，凱基證券整理

充沛的企業現金流為關鍵，對長期表現的影響力甚至高於獲利指標

- ▶ 過往40年統計數據發現，企業擁有較佳獲利能力和經濟生產力時，股價回報優於基準指數的機率也相對較高，尤其企業在傳統獲利指標ROE或ROA有較高水平時，優於大盤機率也較高。而若再將細項拆出來分析時，可發現企業在現金流相關指標(尤其現金流收益率)更優異時，有將近8成期間的季報酬優於大盤，較其他財務指標影響更高。
- ▶ 現金流充沛讓企業在財務或資本運用方式有更多選擇，除可以擴大業務、優化營運來提升收入或利潤率，也可以發放股利吸引股東，甚至強化資本結構，進可攻退可守的優勢，讓擁有高自由現金流的企業表現更勝一籌，甚至優於僅擁有高獲利率的企業。統計數據顯示，相對於傳統在會計上有高「帳面」利潤率的企業，市場更青睞有較高實際可用現金的企業，近年美股7巨頭的表現，也反應了類似的趨勢，滿手現金的企業有機會成為未來投資人關注的焦點。

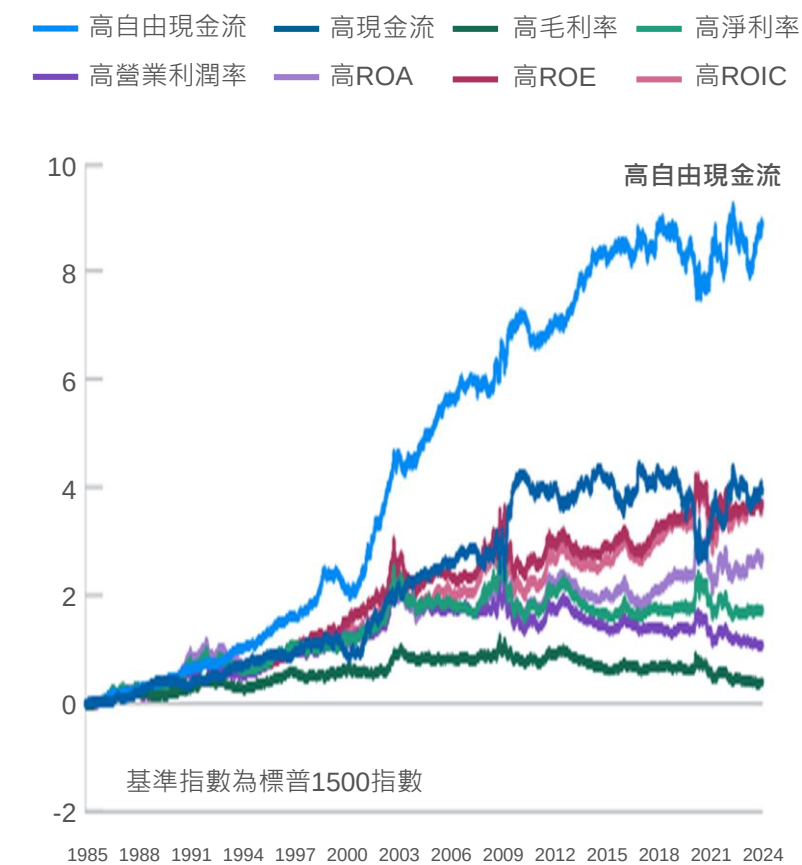
現金流充沛企業過往8成期間表現優於基準指數

各財務因子個股季報酬優於基準指數機率，統計自1985年至2023年



現金流充沛公司表現更優異

各種獲利因子過往1年的累積報酬，%



資料來源：T. Rowe Price，右圖參考的基準指數為標普1500指數，凱基證券整理

市場策略思維

類別	市場看法	偏好資產
股市	◆ 美中近乎達成框架協議，等待雙方元首同意，有利投資氣氛，然而短期受中東地緣衝突發展，緊張情勢增添不確定性，配置主軸為防禦股與品質股，保持投資彈性以因應市場快速變化；長線投資人則可留意AI題材，科技股中相對看好軟體股與資安股，可逢回分批布建。 ◆ 美英達成貿易協議，英股具備相對優勢，歐元區貨幣政策寬鬆與德國希望以財政擴張刺激經濟，歐股中長期可採逢回分批方式，分散布局。日本經濟持續改善，內需股中的銀行股可逢低承接。	策略風格：以優質大型股為主，配置防禦股與品質股，中長期投資可布局AI長線題材，如軟體股、資安股 區域：歐洲股票、英國股票、日本內需與銀行股
債市	◆ 中東地緣政治風險加大，避險情緒升溫使債券受惠美國公債殖利率下行，其中，中短天期債券殖利率仍具吸引力，可逢美國公債殖利率上彈階段鎖利。投資級債以信評A級以上龍頭企業較佳，風險調整後利差較高的產業包括金融、工業、能源、公用事業、通訊等。 ◆ 考量美元存在續貶可能性，非美主要國家貨幣存升值空間，可增加非美債券分散風險，如歐元、新加坡幣計價的非美投資級債，降低美元曝險。	期間：中短天期優質企業債鎖利 種類：投資級債以大型企業為首選，產業聚焦具金融、工業、能源、公用事業和通訊
匯市	◆ 川普政府主張美元有序回歸，市場擔憂川普大美麗減稅法案造成美國財政赤字大幅攀升，且政策反覆恐讓市場對美國經濟前景及美元資產的信心動搖，預期美元指數中長期偏弱。 ◆ 非美貨幣如歐元、日圓高檔震盪，中長線有表現機會。	美元偏弱整理 歐元、日圓高檔震盪
商品	◆ 川普關稅政策反覆加上中東地緣衝突緊張，避險情緒升；經濟放緩、通膨隱憂、財政赤字壓力等情境，加上央行與市場資金持續購金，黃金仍有上漲空間，可逢回漸布。	黃金偏多

▶ JUNE 2025

16

Monday

- 中國5月零售銷售年增率
(實際:6.4% 預估:4.9% 前值:5.1%)
- 中國5月工業生產年增率
(實際:5.8% 預估:6.0% 前值:6.1%)

17

Tuesday

- 美國5月零售銷售月增率
(實際:-0.9% 預估:-0.6% 前值:-0.1%)
- 美國5月工業生產月增率
(實際:-0.2% 預估:0.0% 前值:0.1%)
- 日本6月BoJ利率決議
(實際:0.50% 預估:0.50% 前值:0.50%)

18

Wednesday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(實際:245k 預估:245k 前值:250k)
- 美國5月新屋開工
(實際:1,256k 預估:1,350k 前值:1,392k)
- 日本5月出口年增率
(實際:-1.7% 預估:-3.7% 前值:2.0%)
- 日本4月核心機器訂單月增率
(實際:-9.1% 預估:-9.5% 前值:13.0%)
- 歐元區5月CPI年增率終值
(實際:1.9% 預估:1.9% 前值:2.2%)

19

Thursday

- 美國6月聯準會利率決議
(實際:4.50% 預估:4.50% 前值:4.50%)
- 英國6月BoE利率決議
(實際:4.25% 預估:4.25% 前值:4.25%)

20

Friday

- 日本5月全國CPI年增率
(實際:3.5% 預估:3.5% 前值:3.6%)
- 歐元區6月消費者信心指數初值
(預估:-14.9 前值:-15.2)
- 臺灣5月外銷訂單年增率
(預估:19.4% 前值:19.8%)

23

Monday

- 美國6月標普全球製造業PMI初值
(預估:51.0 前值:52.0)
- 美國6月標普全球服務業PMI初值
(預估:52.9 前值:53.7)
- 美國5月成屋銷售
(預估:3.95m 前值:4.00m)
- 日本6月自分銀行製造業PMI初值
(前值:49.4)
- 歐元區6月HCOB製造業PMI初值
(前值:49.4)

24

Tuesday

- 美國6月經濟諮詢委員會消費者信心指數
(預估:99.0 前值:98.0)

25

Wednesday

- 美國5月新屋銷售
(預估:693k 前值:743k)
- 美國5月營建許可終值
(前值:1,422k)
- 日本5月工具機訂單年增率終值
(前值:7.7%)

26

Thursday

- 美國上週首次申請失業救濟金人數
(預估:248k 前值:245k)
- 美國第一季GDP季增率終值
(預估:-0.2% 前值:-0.2%)
- 美國5月耐久財訂單月增率初值
(預估:6.9% 前值:-6.3%)
- 香港5月出口年增率
(前值:14.7%)

27

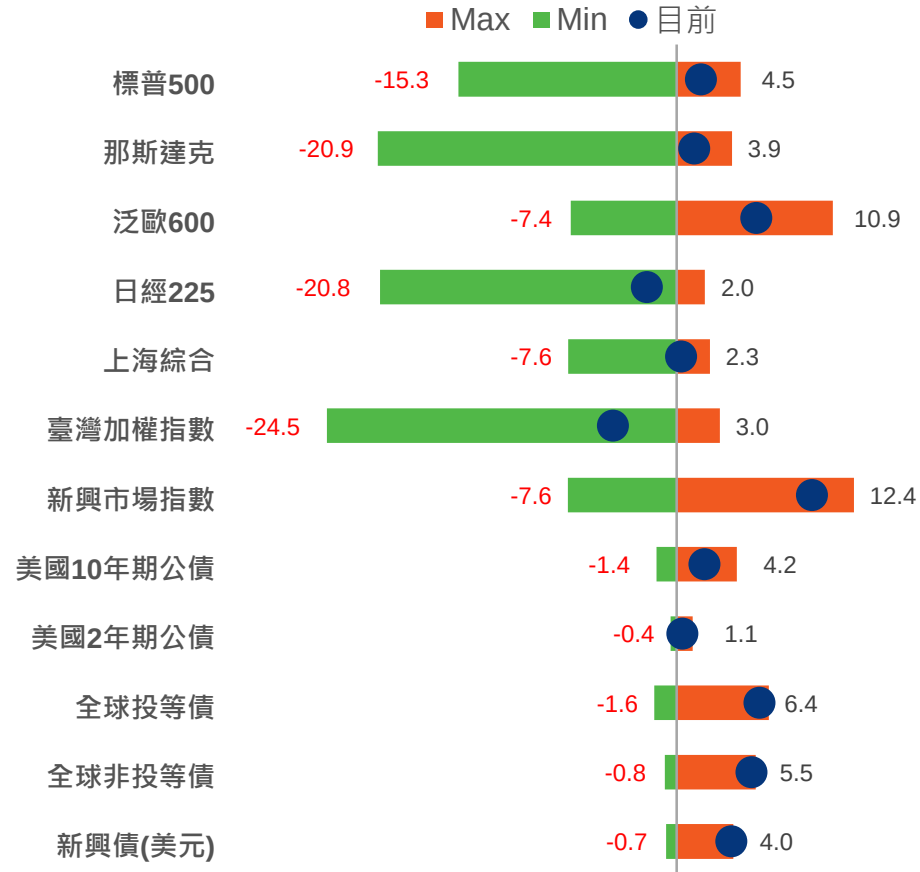
Friday

- 美國5月PCE年增率
(預估:2.3% 前值:2.1%)
- 美國5月核心PCE年增率
(預估:2.6% 前值:2.5%)
- 美國6月密大消費者信心指數終值
(預估:60.5 前值:52.2)
- 日本6月東京消費者物價指數年增率
(預估:3.3% 前值:3.4%)
- 日本5月失業率
(預估:2.5% 前值:2.5%)
- 歐元區6月消費者信心指數終值
(前值:-15.2)

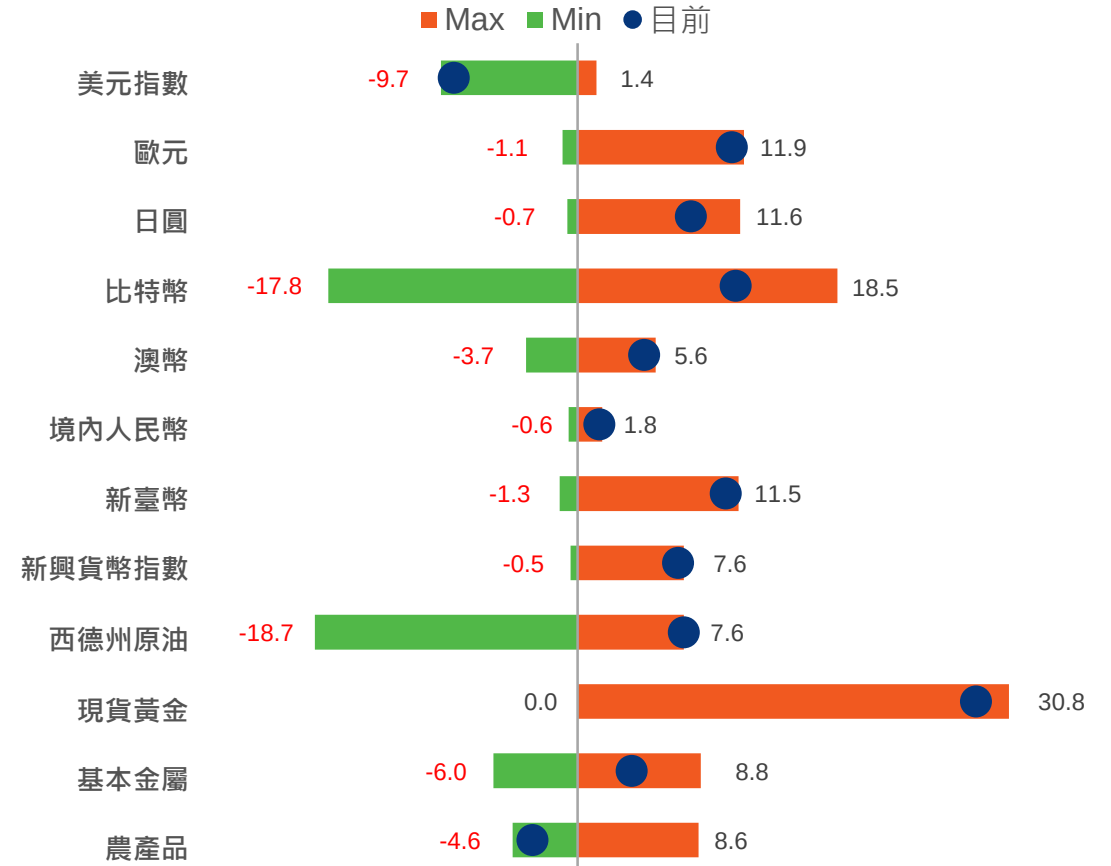
資料來源：Bloomberg

年至今主要市場/資產表現

股、債市場YTD表現(%)

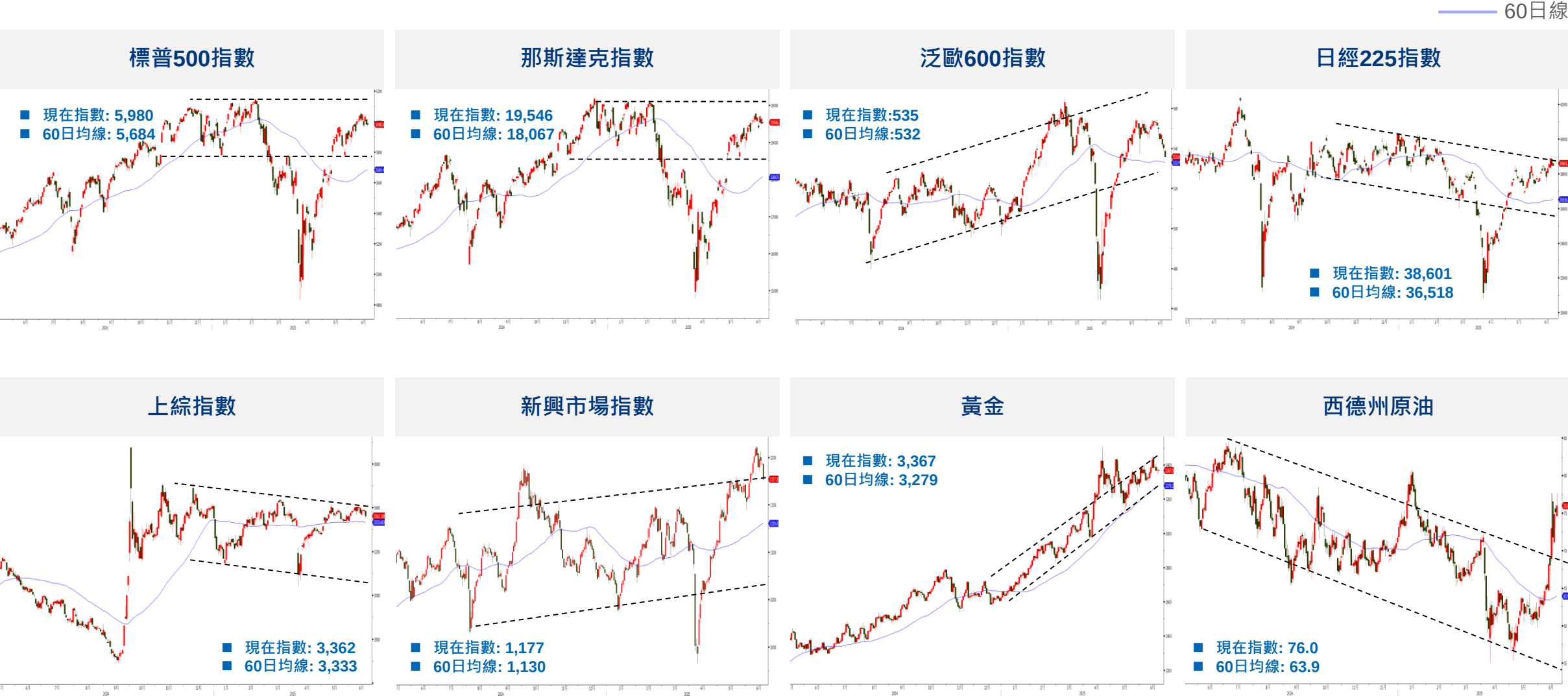


貨幣、原物料市場YTD表現(%)



資料來源：Bloomberg · 2025年6月20日

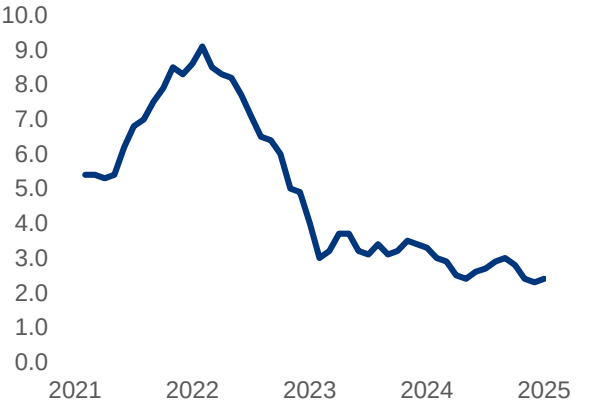
技術分析



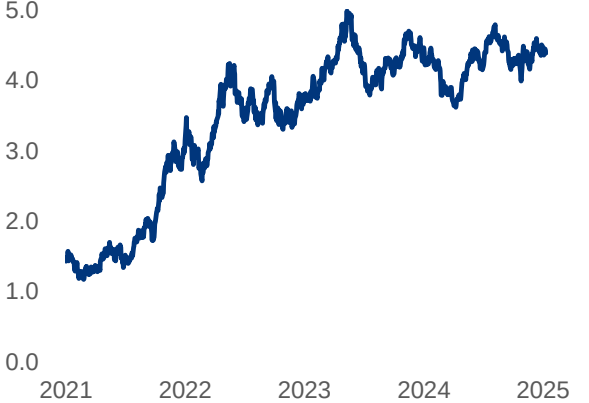
資料來源：Bloomberg · 2025年6月20日

市場觀測

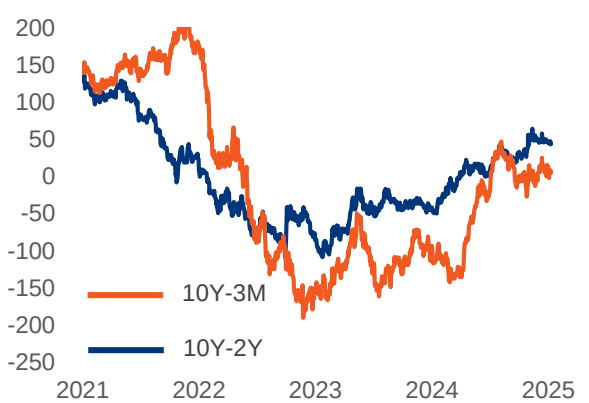
美國物價指數年增率(%)



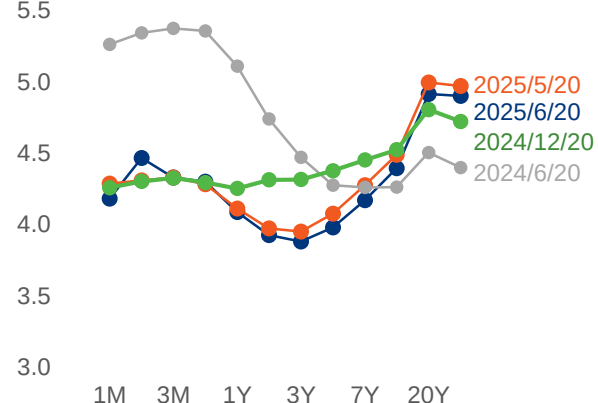
美國10年期公債殖利率(%)



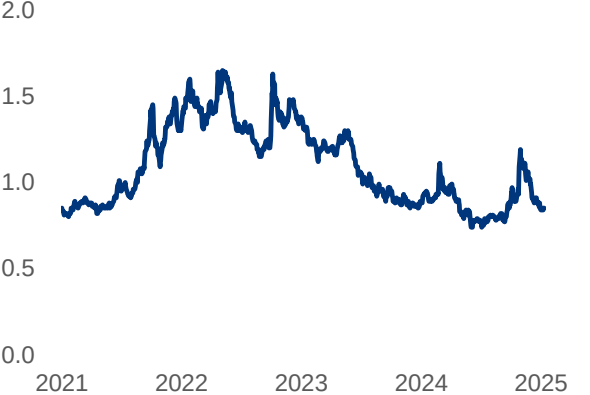
美國公債利差(bps)



美國公債殖利率曲線(%)



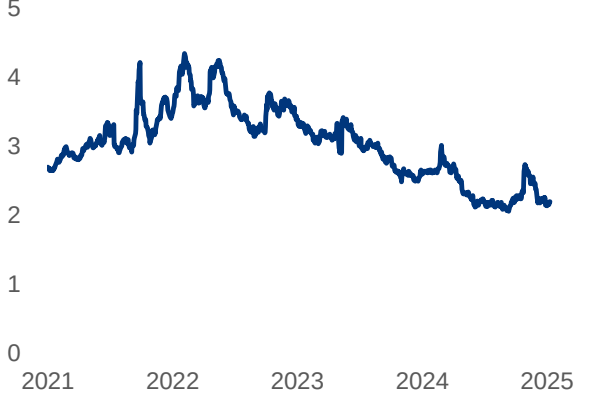
美元投資級公司債利差(%)



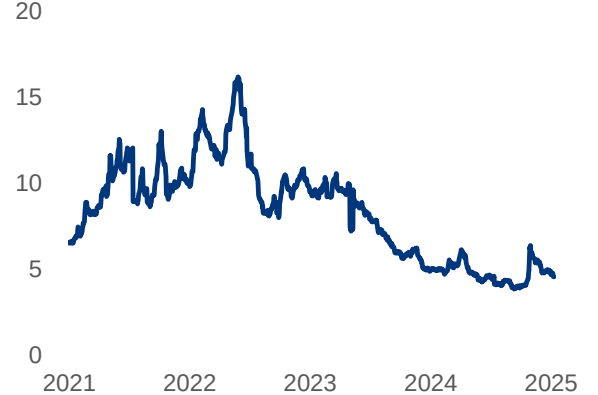
美元非投資等級債利差(%)



美元新興市場債利差(%)



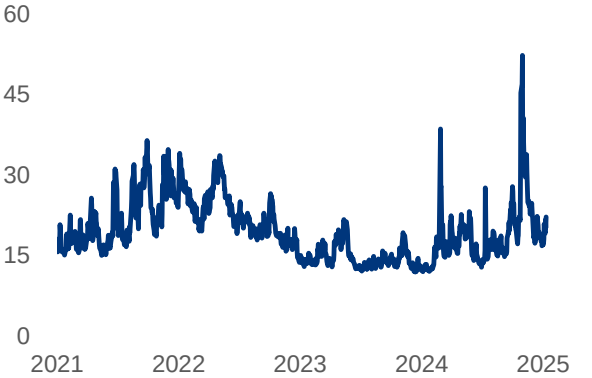
美元亞洲非投資級債利差(%)



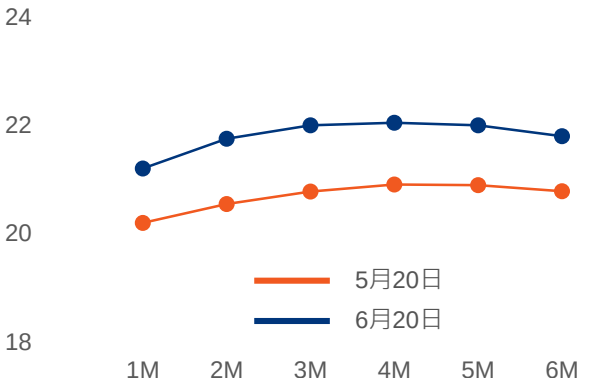
資料來源：Bloomberg · 2025年6月20日

市場觀測

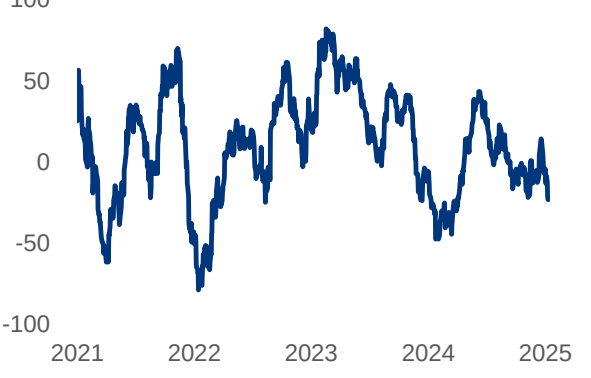
VIX指數



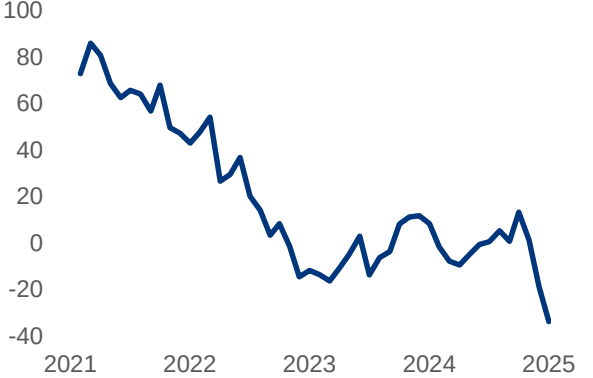
VIX期間結構



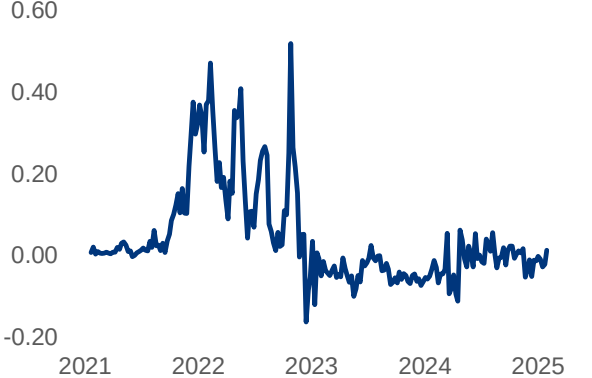
美國花旗經濟驚奇指數*



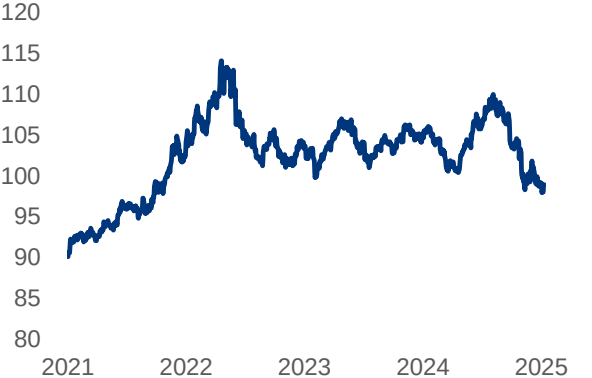
美國花旗通膨驚奇指數*



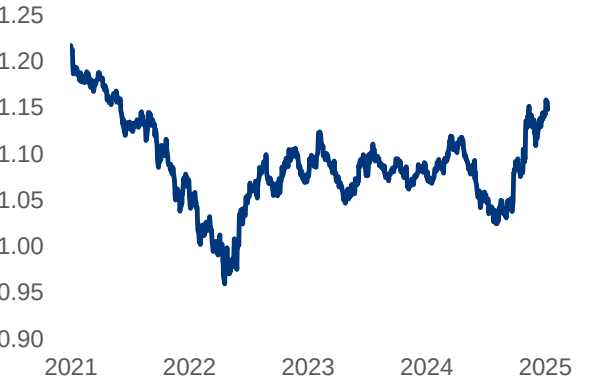
TED利差(bps)



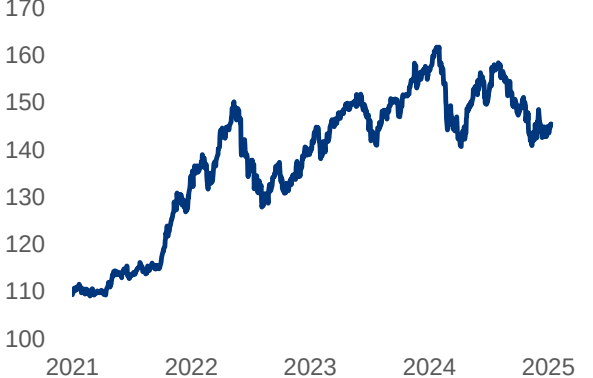
美元指數



歐元兌美元



美元兌日圓



資料來源：Bloomberg，2025年6月20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

美元兌新臺幣歷史走勢圖(日資料)



資料來源：Bloomberg · 2025年6月20日

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。