

美股投資策略

趁空頭反彈積極調整持股

焦點內容

1. 過往美股熊市平均跌幅達 3 成，意味本波底部恐未真正見到。
2. 過往美股熊市期間反彈幅度可達 5~24%，我們相信本次應不會例外。
3. 減碼高 Beta 科技股，並增持低 Beta 大型龍頭股，諸如 Costco、Walmart、Coca-Cola 等。

重要訊息

S&P500 指數本波最大跌幅已達 19%，距離熊市僅差臨門一腳。

評論及分析

關稅風暴恐會讓美股寫下第 16 次熊市紀錄。自二次世界大戰以來，美股已經經歷了 15 次熊市，而我們認為川普的關稅政策可能會導致第 16 次熊市。主要原因在於川普不斷變動的關稅政策已開始壓抑消費者信心和企業投資意願，尤其最新公布的消費者信心指數更創下 12 年來新低，這預告接下來的消費動能恐大幅放緩，拖累經濟逼近衰退境地。S&P500 指數本波最大跌幅已達 19%，距離熊市僅差臨門一腳。如果美國經濟步入衰退，美股恐難逃熊市魔咒，因為過去只要美國經濟步入衰退或逼近衰退，美股幾乎都會進入熊市。美國經濟諮商局(The Conference Board)公布之 3 月份期望指數創下 12 年以來新低，這數據關乎民眾的消費意願和就業情況，預示著未來的經濟動能恐難樂觀。美國費城聯儲針對美國企業未來 6 個月資本支出意向進行調查，準備調升資本支出的公司比例相較削減的公司比例已由年初的最高 39%驟降至 13%，這預示著美國製造業動能亦將顯著放緩。

過往美股熊市平均跌幅達 3 成，意味本波底部恐未真正見到。回顧美股過去 15 次熊市經驗，最大跌幅達 57%，最小跌幅達 20%，平均跌幅達 31%。截至目前，美國 S&P500 指數在這波股災中的跌幅僅為 19%。如果未來的跌勢逐漸接近過去的平均跌幅，這意味著美股的真正底部尚未到來。如果扣除 1973 年石油危機、2000 年網路泡沫破裂和 2007 年次貸危機這三次因結構性因素導致的超大跌幅熊市，剩餘 12 次熊市的平均跌幅也高達 26%。

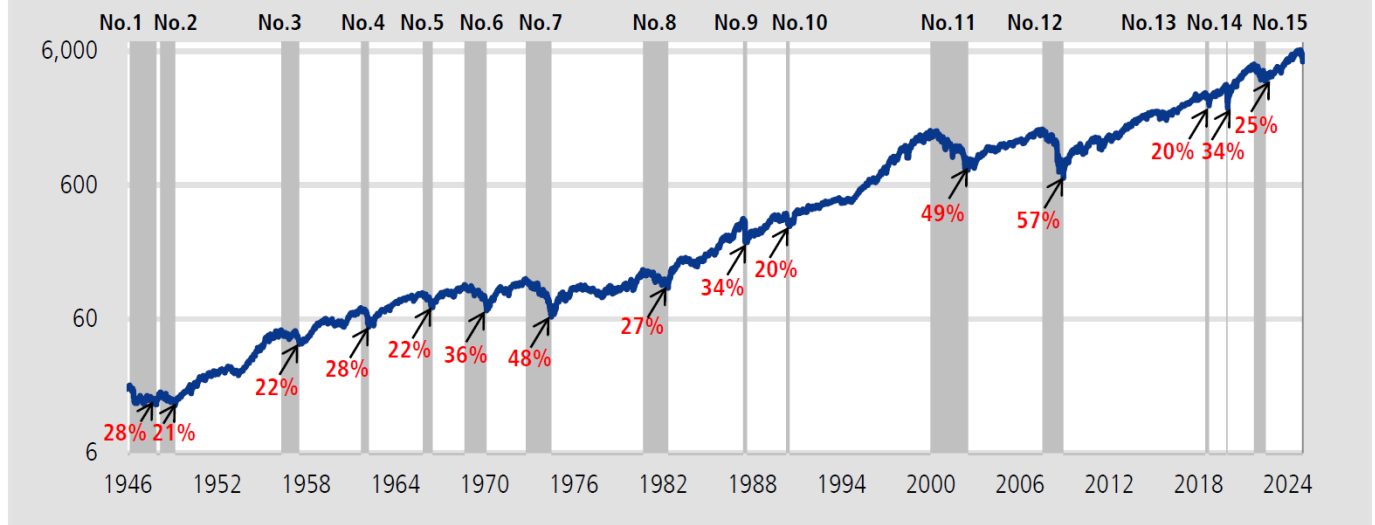
過往美股熊市期間反彈幅度可達 5~24%，我們相信本次應不會例外。回顧過往美股 15 次熊市期間，不論引發當時股價下跌原因為何，在空頭行進間都容易出現又快又急的反彈行情。其中，最大反彈幅度可達 24%，最小反彈幅度為 5%，平均反彈幅度約為 13%。展望本次，川普給予 90 天對等關稅豁免已經開始緩解自 4 月初以來的市場極度恐慌情緒，這應有助於美股迎來反彈行情。歷史數據顯示，美股恐慌指數 VIX 達到 45 以上的極端值時，雖然會引發美股大幅下挫，但若恐慌指數能快速回落，通常會帶動指數強勁反彈。統計過去 12 次 VIX 飆升至 45 以上並在短時間內下滑的情況，S&P 500 指數在 1 個月後的平均報酬可達 4%，在 3 個月後的平均報酬可達 13%。

投資建議

關稅風暴已開始壓抑消費信心與企業投資意願，最終可能導致經濟走向衰退。這預示此次美股可能會創下自二次大戰以來的第 16 次熊市記錄。回顧歷史，美股熊市的平均跌幅可達 31%，即便扣除三次極端值，平均跌幅仍達 26%，這意味美股的底部可能尚未出現。然而過去美股熊市期間的反彈幅度可達 5~24%，本次 90 天對等關稅豁免應有助美股展開反彈，建議趁空頭反彈調整持股，即「減碼高 Beta 科技股，增持低 Beta 大型龍頭股」，諸如 Costco (COST US)、Walmart(WMT US)、Coca-Cola (KO US)等。

圖 1：二次世界大戰以來美股共歷經 15 次熊市

S&P500 指數，點（圖中的數字代表當時美股空頭跌幅）



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

附註: 陰影區域代表股市空頭時期

圖 2：美國 S&P500 指數二次世界大戰以來的熊市表現與經濟環境

次序	見頂日期	熊市跌幅 (%)	高點至低點耗時 (月)	觸底後回升至前高耗時 (月)	時空背景	美國經濟是否陷入衰退	當年最低PB (倍)	當年最低PE (倍)	當年ROE (%)	收復起跌點耗時 (月)	空頭期間最大彈幅 (%)
No.1	1946年5月	-28	21	28	戰後需求下降		na	na	na	49	17
No.2	1948年6月	-21	12	7	通脹與緊縮政策	Yes	na	na	na	19	10
No.3	1956年8月	-22	15	11	亞洲流感與高利率	Yes	na	na	na	26	16
No.4	1961年12月	-28	6	14	政府開支減少		na	na	na	20	7
No.5	1966年2月	-22	8	7	信貸緊縮危機		na	na	na	15	7
No.6	1968年11月	-36	18	21	越戰與通脹加劇	Yes	na	na	na	39	10
No.7	1973年1月	-48	21	69	石油危機	Yes	na	na	na	90	11
No.8	1980年11月	-27	20	3	石油危機與升息	Yes	na	na	na	23	12
No.9	1987年10月	-32	2	19	1987年股災		na	na	na	21	15
No.10	1990年7月	-20	3	4	波灣戰爭	Yes	na	11.4	na	7	5
No.11	2000年3月	-49	31	56	網路泡沫破裂	Yes	na	15.5	na	87	21
No.12	2007年10月	-57	17	49	次貸危機	Yes	1.3	10.8	16.5	66	24
No.13	2018年9月	-20	3	7	美中貿易戰		2.7	14.7	16.6	10	7
No.14	2020年2月	-33	1	5	新冠疫情	Yes	2.3	14.0	15.2	6	9
No.15	2022年1月	-25	10	24	俄烏戰爭與激進升息		3.4	16.1	19.7	34	17
平均		-31	13	22			2.4	13.7	17.0	34	13
中位數		-28	12	14			2.5	14.3	16.5	23	11

資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

圖 3：美國消費者信心期望指數創 12 年來最低，預告接下來將拮据消費

美國消費者信心期望指數(經濟諮商局)，點(左軸)；美國零售銷售年增率(扣除汽車)，百分比(右軸)

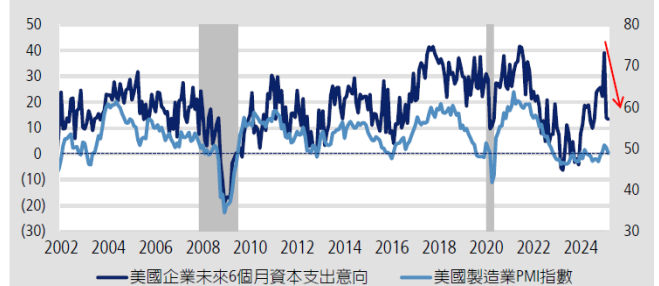


資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

附註: 陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 4：企業投資意願呈斷崖式下滑，預告接下來製造業活動將大幅放緩

美國企業未來 6 個月資本支出意向，點(左軸)；美國製造業 PMI 指數，點(右軸)



資料來源: Bloomberg ; 凱基整理

附註: 陰影區域為美國經濟衰退期間

圖 5：恐慌指數 VIX 躍升至 45 後之美國 S&P500 指數表現

次序	持續(日)	日期	VIX	時空背景	1周後報酬率 (%)	1個月後報酬率 (%)	3個月後報酬率 (%)
1	1	1998/9/10	45.29	亞洲金融風暴	3.95	0.43	18.86
2	1	1998/10/8	45.74		9.18	18.92	32.90
3	1	2002/8/5	45.08	美國安隆事件	8.29	5.34	9.68
4	59	2008/9/29	46.72	金融海嘯	(4.47)	(15.93)	(21.42)
5	1	2008/12/23	45.02		3.18	(3.62)	(4.66)
6	10	2009/1/12	45.84		(2.31)	(4.03)	(1.57)
7	1	2009/2/2	45.52		5.39	(15.10)	6.31
8	1	2009/2/10	46.67		(4.59)	(13.00)	12.34
9	14	2009/2/17	48.66		(2.03)	(1.40)	11.87
10	1	2009/3/20	45.89		6.17	8.31	19.87
11	1	2009/3/30	45.54		6.09	10.83	16.73
12	1	2010/5/20	45.79	歐債危機	2.94	4.29	0.01
13	1	2011/8/8	48.00	美債降評	7.60	5.94	13.98
14	1	2011/10/3	45.45		8.70	14.73	16.18
15	17	2020/3/9	54.46	新冠疫情	(13.12)	1.58	16.77
16	1	2020/4/21	45.41		4.63	7.75	19.03
17	3	2025/4/4	45.31	關稅海嘯	5.70		
VIX持續天數短之平均報酬率					5.17	3.73	13.43
VIX持續天數長之平均報酬率					(5.49)	(4.95)	1.41

資料來源: Bloomberg；凱基整理

圖 6：推薦個股

公司名稱	代碼	EPS (US\$)			PE (x)		
		2024	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Costco	COST US	16.59	18.14	19.99	59.0	54.0	49.0
Walmart	WMT US	1.92	2.49	2.64	49.3	38.1	35.9
Coca-Cola	KO US	2.47	2.96	3.19	29.3	24.5	22.7

資料來源: Bloomberg；凱基整理

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 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倉。