

美股投資策略

川普百日：S&P 500 反彈至 5,500-5,800 為短期滿足點，後續是“Trump put”還是“Trumpet”影響打第二隻腳時間

焦點內容

1. 川普參考白宮經濟顧問 Stephen Miran 的海湖莊園協議中的框架：債務控制、製造業回流、美元回歸中性，是美國必須做的改革，也是其上任之初就大打關稅戰的原因
2. 關稅戰的演變上，川普縮手需要台階下或經濟/金融恐怖劇，預計 90 天後其他國家面臨平均 10-20%關稅，中國稅率則介於 20-50%
3. 美國經濟必然下行，但未必出現像同受關稅戰影響的 1930 年代經濟大蕭條時期那樣的嚴重衰退。但若發生停滯性通膨只能先解決「膨」再解決「滯」，為了解決「滯」Fed 將降息 6 碼至 3%、也就是長期中性利率以下水準

重要訊息

美國總統川普上任即將滿百日，這段期間他主要做的事包括：驅趕非法移民、企圖調停中東戰爭與俄烏停戰、裁減政府雇員、以及最重要的大打關稅戰。然而，從民調(RealClearPolitics 版本)來看，其 1/20 上任約 10 天後就跌破 50% (前一任的拜登在近 7 個月後才跌破 50%，驅動的因素則是 2Q21 起通膨飆升)；且事前認為其 5/1 滿百日能有正滿意度 (超過 50%) 的機率只有不到 0.4%。顯然其施政方方面面來看，並未得到民眾太大滿意。

評論及分析

海湖莊園協議：美國大戰略與全球經濟的衝撞。川普持續告訴大家，他的核心目標是讓美國再次偉大 (MAGA)，然而美國確實有一些問題來阻礙偉大之路，所以參考白宮經濟顧問 Stephen Miran 之前的一篇文章「重構全球貿易體系指南」裡面的一些概念，被稱之為「海湖莊園協議」(Mar-a-Lago Accord)，主要希望能達成三個目標來解決美國當前的問題：(1)債務控制。川普認為貿易順差國都把賺來的美元拿去買美國短債，讓政府面臨頻繁償債的壓力，為改善債務結構，他透過關稅談判的手段，要求這些國家來談判，並利用長天期債券且折價發行作為談判籌碼，以延長償債期限；(2)製造業回流。美國自 20 世紀末以來逐漸形成嚴重的傳產空洞現象，大量企業將生產基地轉往其他新興市場，導致國內就業機會萎縮。川普試圖提高外國商品進入美國市場的成本，藉此保護本土企業；(3)美元回歸中性。美元過度高估是美國競爭力下降、製造業外移的主要元兇之一，這導致美國產品在全球市場價格偏高，而他國則享受了被低估匯率所帶來的出口紅利，他希望透過談判讓美元修正回到合理價值，修正過程不會發生拋售。基本上，第二、三點是他打關稅戰的理由，並且用第一點來做為談判的條件。

關稅戰將如何演變：關稅戰縮手需要台階下或經濟/金融「恐怖劇」，預計 90 天後其他國家面臨平均 10-20%關稅，中國稅率則介於 20-50%。川普經過一段時間應該已經知道 4/2 公布的對等關稅很難真正實行，需要一定程度的縮手。至於怎麼縮可能需要一點藝術，身邊的人如財政部長 Scott Bessent 扮演重要的角色；市場認為他理性的出招較合理，因此他的特質配合來拉往川普很合適，而且在一定程度上給愛放話的川普面子。4/9 起暫緩施行的這 90 天不只是讓各國喘一口氣，更重要的發展是某些關鍵產業的關稅、或者一些川普想得到的好處，也會慢慢談定有結果；屆時再順水推舟、讓對等關稅下降至低於 4/2 的水準，合理也不失面子。然而，我們認為考量談判的進程、川普欲達成製造業回流美國的國安目的等等，90 天後平均關稅除中國外，平均應該在 10%以上的機率高，但不會高到 4/2 平均在 20%之上一些的水準。

至於中國，降至 20-50%之間是較合理的結果：20%以上才能與其他國家有所區隔（且中國是唯一完全報復的國家），但估計不會超過 50%是因為超過 50%基本上都是直接斷絕貿易往來，而當前的態勢川普應該會意識到不太可能與中國朝這個方向前進、導致美國人無法負擔這麼高額的成本上升。整體而言，此次貿易戰跟前一次基本上只在中美之間當然很不一樣，因為範圍大的多；但若以一個「相對」的角度來說，特別是對等關稅暫緩的這 90 天，有點回到過去中美貿易戰時的「嚴重版」（若把關稅的原點從第一次的 0 提高到目前暫緩期的 10%的話）。

美國經濟衰退與否：經濟必然下行但未必出現嚴重衰退，但若發生停滯性通膨只能先解決「膨」再解決「滯」。許多人拿 1930 年經濟大蕭條來對比當前同樣有關稅戰議題的情況，固然有些道理，但兩次的情況還是有明顯的不同。1930 年代的經濟大蕭條，不單是股市崩潰與貿易保護主義所導致，基本上是：(1)戰後經濟過熱、信貸擴張太快和槓桿過高；(2)出現狀況後，貨幣政策工具不多且缺乏彈性，導致反應太慢；(3)貿易衝突也缺乏全球協調機制，才造成這麼慘的結局。當年的 Smoot-Hawley 關稅法案稱不上造成經濟大蕭條的主因，但確實加劇了經濟衰退的廣度與深度。當前雖也面臨類似的通膨與關稅風險，但信用槓桿相對健康、金融監理體系完備、全球貿易體系也比較分散。因此，雖說貿易戰升溫造成經濟下行與衰退風險上升，但嚴重程度應遠低於 1930 年代那種全面崩潰的情況。

不過，站在目前 Fed 的立場一定是為難的，雖然情勢有往停滯性通膨的方向走，但當前經濟下行尚不明顯；因此若要處理起來，應對方法上也只能先解決「膨」再解決「滯」。也就是，先不急於降息以壓制通膨，之後若因需求被帶下來太多最終發生衰退，再快速降息因應；預期屆時要降 6 碼以上，在比較短的時間就降到 3%以下。需降到 3%以下，係因當前美國預估長期中性利率就是 3%，衰退救市必須至少低於此，才能營造足夠的寬鬆環境。

結論

就市場的角度來說，無論關稅戰最後怎麼定調，其對股市的影響都更甚於經濟，原因有二：(1)多數國家股市外需導向（較受貿易戰影響）程度都高於經濟；(2)股市中的評價部分會必定早於基本面反應，而經濟只是較晚地反應在基本面部分而已。目前市場對年底 S&P 500 預估目標價的中位數約為 6,000 點，與去年底相比下修約 500 點；與目前水準相比約還有 8%的漲幅，表示市場預期之後還會漲回大約是去年底到 2 月中前的高點。我們認為，當前與一個月前氛圍相比衰退機率下降，因關稅戰較先前回撤。但 90 天後對等關稅仍會存在、且如前述在 10%以上的機率較大；在上述其他條件不變下，要漲回 3 月上旬前、市場尚未認真反映對等關稅利空前的水準，還是困難的。因此，除非是對等關稅之後平均降到 10%以下，低於 4/2 對等關稅宣布前市場的猜測，則股市突破之前高點有道理；若不是如此，這波反彈到 5,500-5,800 的區間應該已達相對滿足點。

另一方面，前述這 90 天會見到的各國談判與關鍵產業關稅，也會影響市場氛圍。川普這段時間的發言或政策動作到底是 Trump put（川普賣權）還是 Trump et（喇叭）：若是前者，利空縮減有利市場；若還是忍不住隨意放話或動作，那此「川普

喇叭」自然會推高波動度、市場偏空。主觀上，我們認為七月初（暫緩關稅實施的 90 天內）股市就打第二隻腳的可能性不低。

圖 1：貿易與關稅並非多數美國民衆關切的重點，但看來似乎川普仍一意孤行

美國民衆認為國家面臨的問題

	Feb-25	Jan-25	Dec-24	Nov-24	Oct-24	Sep-24	Aug-24
經濟問題(淨額)	34	33	34	33	43	44	41
整體經濟	16	14	15	17	21	24	18
高生活成本/通貨膨脹	8	12	11	11	14	15	15
聯邦預算赤字/聯邦債務	6	3	2	3	5	3	2
失業/就業	2	2	2	2	2	1	3
稅收	1	1	1	1	1	2	1
資金短缺	1	1	2	1	2	1	2
貧富差距	1	1	2	1	2	2	2
薪資問題	1	1	2	*	2	1	1
對外貿易/貿易赤字	1	*	*	*	*	--	--
企業貪腐	*	1	*	*	*	1	1
燃料/油價	*	1	1	1	1	1	*
非經濟問題(淨額)	71	73	71	70	71	69	72

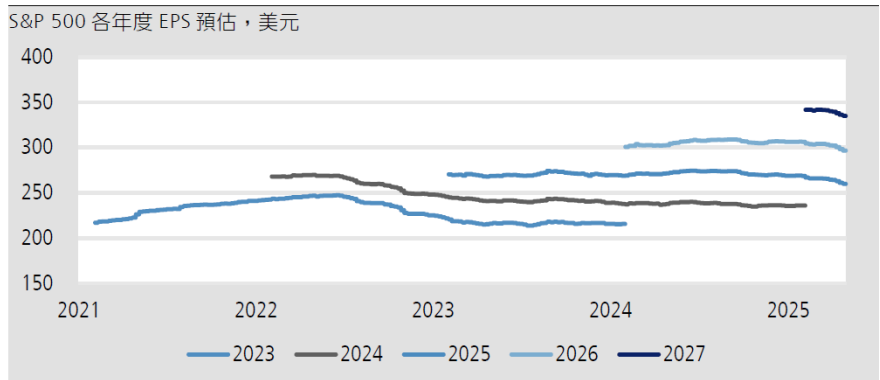
資料來源：Gallup；凱基整理

圖 2：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
4/30-5/1	世銀與IMF春季會議	更新經濟預估，將會對關稅戰對經濟的影響更深入納入評估
4/30-5/1	BOJ會議	高機率按兵不動
5/6-7	FOMC會議	聯邦資金利率預計保持不動
6/5	ECB會議	再降息一碼的機率超過5成，與美國利差進一步擴大
6/15-17	51屆G7峰會	主題為"建設經濟、對抗氣候變遷與管理新科技"
6/16-17	BOJ會議	升息機率偏低
6/17-18	FOMC會議	市場預計降息一碼，但關稅戰剛滿一季，屆時影響如何尚有不確定性

資料來源：凱基整理

圖 3：S&P 500 各年度 EPS 預估



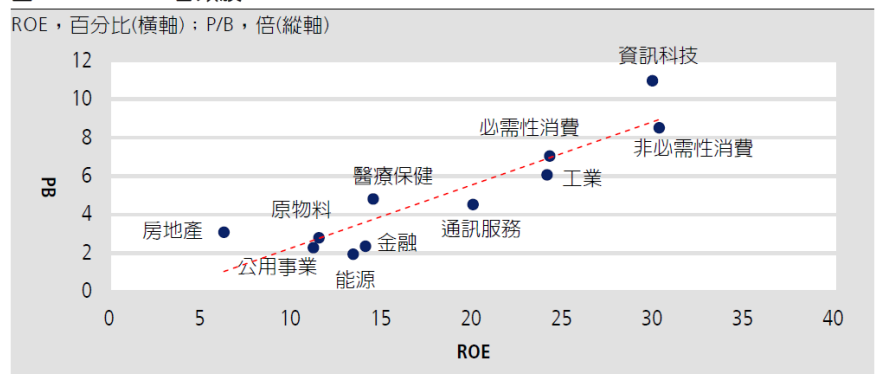
資料來源：Refinitiv；凱基

圖 4：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2024	2025	2026
S&P 500	17.1	9.7	7.3	9.5	8.0	13.7	12.1	8.5	14.3
非必需性消費	28.5	1.2	(0.8)	2.5	0.9	17.4	20.2	1.9	15.9
必需性消費	1.5	(6.8)	0.4	2.8	5.6	8.7	4.0	0.6	8.1
能源	(29.3)	(17.6)	(18.8)	(3.9)	4.8	15.5	(20.1)	(8.3)	20.8
金融	35.1	6.2	2.4	8.4	3.3	12.3	18.9	4.6	13.0
醫療保健	14.3	39.0	7.8	11.5	14.7	11.8	5.2	16.6	10.8
工業	8.0	6.5	4.4	21.5	2.4	15.5	2.4	8.4	16.9
原物料	2.0	(4.0)	1.8	23.2	18.6	24.4	(6.3)	5.2	17.0
房地產	15.3	(3.0)	1.9	19.2	0.8	8.8	3.2	4.7	8.8
資訊科技	19.8	16.2	17.9	16.7	14.9	18.9	21.5	16.5	17.3
通訊服務	31.5	13.7	29.9	2.3	4.4	7.0	26.2	10.4	13.7
公用事業	12.5	7.6	2.4	(2.1)	10.2	7.8	16.5	5.1	8.1

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 5：S&P 500 各類股 P/B vs ROE



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	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar						3.0			3.1			2.4			
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8		3.0			2.7			2.5			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.4	3.3	3.0	2.9	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.6	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3	3.3	3.2	3.2	3.3	3.1
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.7	2.6	2.4	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.5	2.5
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.9	2.7	2.6	2.7	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.8
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.6	62.6	62.7	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	3.9	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	118	193	87	88	71	240	44	261	323	111	117
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	70	(331)	(9)	64	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(3)	(20)	20	9	1	53	51	27	11	(40)	103
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.36	1.42	1.46	1.38	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.0	4.1	3.9	3.6	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	4.0
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.8)	0.0	0.9	(0.5)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.5	1.8	1.5
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.2	4.4	(1.6)	1.2	(1.4)	(11.3)	2.8	(0.4)	(2.9)	5.4	(6.5)	(3.7)	4.3	0.4
	核心資本財訂單	YoY %	12.8	6.5	1.7	0.6	2.8	(0.5)	(2.2)	2.0	(1.5)	0.5	1.8	(0.4)	2.9	2.2	(1.1)
	整體存銷比	倍	1.29	1.34	1.37	1.37	1.36	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.37	1.37	1.35	1.36	1.35
	製造業存銷比	倍	1.49	1.47	1.48	1.47	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.46	1.46	1.47	1.46	1.46	1.45
	零售業存銷比	倍	1.15	1.24	1.27	1.31	1.30	1.31	1.33	1.32	1.33	1.32	1.32	1.32	1.30	1.31	1.31
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.8	48.5	48.3	47.0	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	49.6	53.5	49.2	51.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.7	46.3	48.9	47.6	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.38)	0.15	(0.17)	(0.30)	(0.05)	(0.21)	(0.50)	(0.04)	0.37	(0.26)	0.24
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(5.4)	(5.0)	(4.5)	(4.7)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(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	1,440	1,399	1,454	1,406	1,470	1,425	1,419	1,493	1,482	1,473	1,459
	新屋開工	千, saar	1,605	1,552	1,421	1,368	1,377	1,315	1,329	1,262	1,379	1,355	1,344	1,305	1,526	1,361	1,494
	新屋銷售	千, saar	770	637	666	684	736	672	672	707	691	726	623	676	720	654	674
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	3.9	4.0	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	7.2	6.8	6.5	5.9	5.2	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.4	2.8	2.9	2.9	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1	2.8	2.7
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	2.7	2.6	2.0	3.0	1.9	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.1	2.9	3.4	3.4	2.2	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.7	15.9	15.3	15.8	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0
	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	97.5	101.3	97.8	101.9	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	77.2	69.1	68.2	66.4	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(5.6)	(6.0)	(5.4)	(5.4)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.9)	(3.3)	(3.9)			(3.3)			(3.6)			(3.8)		
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	42.8	(4.1)	24.1	104.1	96.1	211.1	121.2	52.8	48.2	(42.2)	112.0
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	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.68	4.50	4.40	4.03	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	106.2	104.7	105.9	104.1	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6

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	Apr-24	May-24	Jun-24	Jul-24	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.6			4.9		4.2			2.9				
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.9	2.2	2.4	2.5	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6	2.3
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.6
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	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)	11.6	15.2	16.0	13.3	13.2	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	13.7
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	50.2	50.9	53.2	52.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	36.0	38.0	35.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	34.0
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.0	2.1	3.3	4.3	5.1	5.5	5.7	5.6	5.4	5.2	5.0	4.7	4.1
	景氣同時指標	YoY %	8.5	(1.5)	(8.9)	6.3	7.7	8.7	9.3	9.4	9.4	9.2	9.2	9.5	9.9	10.3	10.6	10.8
	消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	1.6	2.6	3.9	3.1	1.1	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	37.5	37.4	39.9	39.9	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	31.0	31.3	35.2	35.1	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	6.5	6.1	4.7	4.8	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	4.2	3.4	23.4	3.1	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.5	18.6
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	7.1	0.5	33.9	15.8	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.8	28.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	47.1	48.9	45.6	50.0	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	10.8	7.0	3.1	4.8	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.9	5.0	5.2	5.2	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	6.1	6.0	6.3	6.2	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	567.0	572.8	573.3	571.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	2.0	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	32.6	32.4	32.4	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	33.2

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 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。