

# 元大戰情分析

## CPI 與 PPI 現死亡交叉，美股企業利潤率趨勢向上將面臨挑戰

顏承暉

fattiger@yuanta.com

蔡諾安

Nuo.an@yuanta.com

### 事件

- ◆ 第四季財報至今 75.7%企業盈餘優於預期、57.1%營收優於預期。
- ◆ 第四季美股財報至今僅有 43.2%營利率超過市場預期，為 2022 年 Q4 以來最低。
- ◆ 1 月美國 CPI 年增率從 2.9%加速到 3.0%，超過市場預期的 2.9%。
- ◆ PPI 年增率從 3.3%加速到 3.5%，符合市場預期。

### 評論

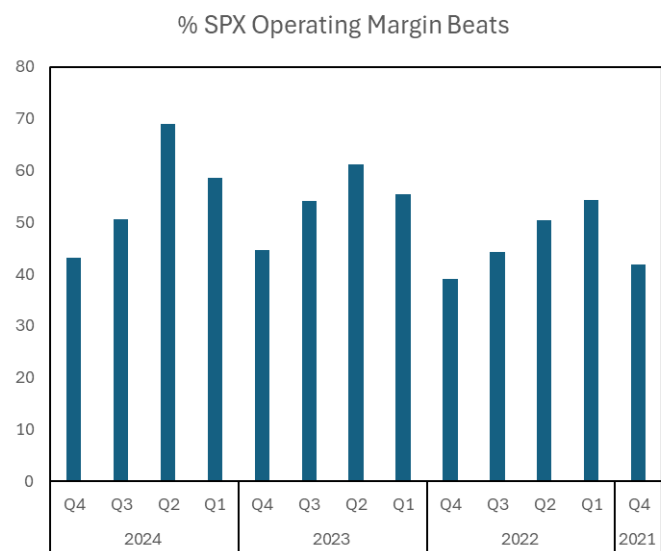
美股財報季已經接近尾聲，截至 2/14 共計有 384 家公司已經發布財報，乍看之下企業財報仍然相當強健，75.7%的企業盈餘優於市場預期、57.1%的企業營收優於預期。不過在這次的財報季中，卻浮現了一絲隱憂，隱含未來企業獲利加速成長的難度正在提高，即僅有 43.2%的企業營業利益率優於市場預期，自 2024 年第二季有 69%超過市場預期後，已經連續兩個季度走低，並創下 2022 年第四季以來最低。

而從上週美國公布的 CPI 與 PPI 可知，美股企業利潤率持續向上的難度將越來越大。1 月 CPI 與 PPI 漲幅雖然加快，但 PPI 的年增率卻連續第四個月超過 CPI，為 2022 年以來首見。這凸顯出企業將越來越難將成本的增加轉嫁給消費者。如果比對過往美股企業營利率與兩種通膨指標的差距可知，2008、2018、2022 年一段長時間 CPI 低於 PPI 後都曾出現營利率下滑的趨勢，而 2021~22 年的兩物價死亡交叉雖然沒有伴隨營利率下滑，但卻也造成接下來一段長時間的營利率停滯上升。

考慮到今年川普政府將會加速政府瘦身，這可能導致美國消費需求稍微降溫，這點從上週五美國公布的零售銷售就可以看出來，進而限制企業的利潤轉嫁能力，但另一方面關稅戰的不確定性卻可能導致企業面臨更高的成本壓力，是以 CPI 與 PPI 死亡交叉的情況可能持續，這將對今年美股企業利潤率向上帶來壓力。

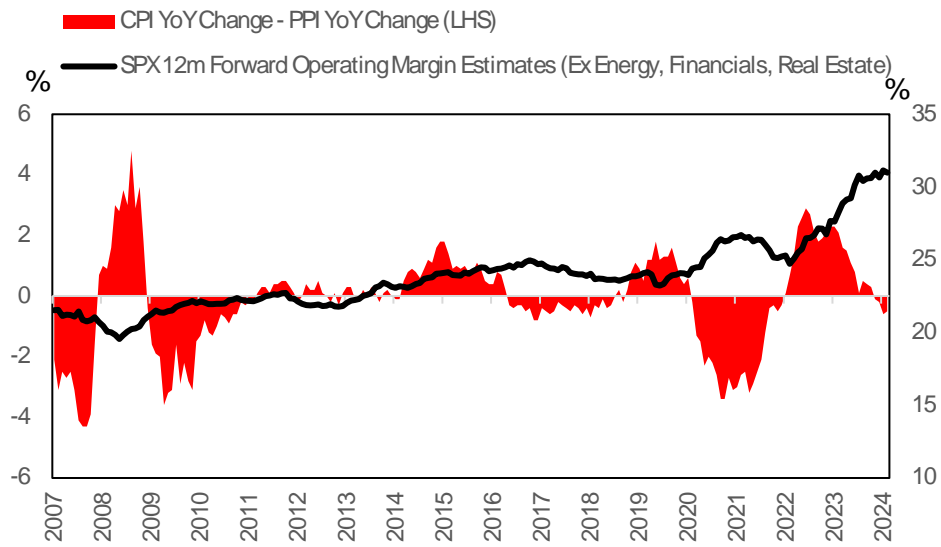
有鑑於此，雖然從每週的[市場風險監測報告](#)中可知，至今我們對於行情並沒有看空，但搭配現今市場邏輯已經被川普 2.0 明顯扭曲(詳見 [2/13 元大戰情分析](#))，我們依然認為美股仍然缺乏決定性的上攻力道，行情走勢將相對破碎。

圖 1：標普 500 營業利益率優於預期比率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：CPI 與 PPI 差、對未來 12 個月營業利潤率預測



資料來源：Bloomberg、元大投顧

# 全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2025/02/14

股 權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌 %	年迄今漲跌%
台灣	臺灣加權股價指數	23,152.61	-1.05%	0.51%	0050	元大台灣 50	194.00	-1.20%	-0.89%
						元大台灣 50 正 2	239.00	-2.03%	-0.56%
						元大台灣 50 反 1	22.73	0.84%	-0.74%
						元大高股息	36.29	-0.14%	-1.06%
						元大台灣高息低波	54.15	-0.28%	1.88%
						元大臺灣 ESG 永續	45.91	-0.74%	0.44%
						元大 MSCI 台灣	90.15	-0.99%	-2.01%
						元大中型 100	78.40	0.26%	1.88%
	台灣加權電子指數	1,272.65	-1.63%	-0.71%		元大電子	103.40	-1.43%	-0.39%
	臺灣金融保險類指數	182.27	-0.23%	3.12%		元大 MSCI 金融	28.86	-0.07%	2.78%
富櫃加權指數	281.89	-0.47%	-4.28%		元大富櫃 50	21.79	0.14%	-3.37%	
中國	滬深 300 指數	3,939.01	0.87%	0.10%		元大寶滬深	19.54	0.26%	-0.61%
						元大滬深 300 正 2	16.09	0.94%	-4.96%
						元大滬深 300 反 1	8.49	-0.82%	2.04%
						元大上證 50	31.42	0.54%	-1.81%
						元大 MSCI A 股	22.91	0.13%	-0.65%
美國	S&P500 指數	6,114.63	-0.01%	3.96%		元大 S&P500	62.85	1.05%	3.80%
						元大 S&P500 正 2	104.05	1.66%	5.85%
						元大 S&P500 反 1	5.02	-1.18%	-3.83%
						元大全球未來通訊	45.73	-0.15%	4.12%
						元大全球 5G	39.18	0.26%	4.76%
那斯達克 100 指數	22,114.69	0.38%	5.25%		元大全球 AI	73.25	0.62%	5.32%	
標普美國高息特別股指數	726.40	0.39%	1.36%		元大 US 高息特別股	17.77	0.34%	1.20%	
歐洲	EURO STOXX 50 指數	5,493.40	-0.13%	12.20%		元大歐洲 50	39.48	0.43%	12.25%
日本	日經 225 指數	39,149.43	-0.79%	-1.87%		元大日經 225	50.20	-0.99%	0.10%
債 市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌基點	年迄今漲跌基點	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌 %	年迄今漲跌%
美國	美國 1 年公債殖利率	4.21	-4.17	7.1	00719B	元大美債 1-3	32.12	0.00%	-0.71%
						元大美債 7-10	36.28	0.50%	0.28%
	美國 2 年公債殖利率	4.26	-4.78	1.73		元大 10 年 IG 銀行債	34.26	0.91%	0.59%
						元大 10 年 IG 醫療債	34.18	0.97%	0.74%
	美國 5 年公債殖利率	4.33	-6.2	-5.46		元大 10 年 IG 電能債	31.42	0.96%	-1.81%
						元大 15 年 EM 主權債	29.20	0.72%	-0.34%
	美國 10 年公債殖利率	4.48	-5.26	-9.28		元大美債 20 年	28.81	1.27%	0.56%
						元大美債 20 正 2	7.61	2.84%	-0.26%
	美國 30 年公債殖利率	4.70	-4.06	-8.49		元大美債 20 反 1	21.33	-1.52%	-0.37%
						元大投資級公司債	35.10	1.12%	-0.93%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.47	3.1	7.8		元大 AAA 至 A 公司債	33.89	1.13%	0.24%
						元大中國債 3-5	-	-	-

## 近期報告連結

### 市場風險監測

日期	報告標題
01/06	<a href="#">市場消化年底投組再平衡及年初獲利了結賣壓後，美股指數反彈站上支撐；連續重挫機會不大，但上升動能不強，投資人宜採杠鈴式布局</a>
01/13	<a href="#">年初獲利了結及發債潮對市場的壓力仍在消化，且市場觀望川普新政，美股拉回；籌碼壓力仍低，連續重挫機會不大</a>
01/20	<a href="#">數據顯示通膨壓力並未加重又台積電財報驚豔，美股止跌回升；川普即將就任，美股遠月避險部位大增，留意財政撙節措施</a>
02/03	<a href="#">市場正消化 DeepSeek 問世影響，又川普正式對加、墨、中增稅，盤面由宏觀因素主導，市場不確定性上升；幸好籌碼壓力不算沉重、投資人不再重倉美股，預料美股快速重挫的機會不大</a>
02/10	<a href="#">川普新政風風火火，訊息量過大令市場應接不暇；盤面由宏觀因素主導，在政策不確定性下攻勢不易凝聚，美股將持續震盪整理</a>

### 總體經濟週報

日期	報告標題
01/06	<a href="#">金價驅動因素質變凸顯脫鉤令全球經濟走向多極分化</a>
01/13	<a href="#">美國優先主義下，貿易戰將打向誰？</a>
01/20	<a href="#">川普 2.0 政策起手式：美國優先的重塑與市場穩定的挑戰</a>
02/03	<a href="#">川普 2.0 新政至今無意料之外，讓子彈飛一會</a>
02/10	<a href="#">川普產業關稅與對等關稅的虛與實</a>

### 美股週報

日期	報告標題
01/06	<a href="#">市場觀望川普 2.0，就業數據/貨幣政策主導走勢</a>
01/13	<a href="#">重量級經濟數據和財報公布在即，預期指數區間盤整</a>
01/20	<a href="#">川普 2.0 正式上路，政策因子為主線，財報/貨幣政策為輔</a>
02/03	<a href="#">關稅戰與 DeepSeek 干擾，指數波動恐加劇</a>
02/10	<a href="#">川普新政一波未平一波又起，投資人分散風險以不變應萬變</a>

### 日股週報

日期	報告標題
01/13	<a href="#">對日銀政策不確定性及美川普總統即將上任，短線或壓抑日股表現</a>
01/20	<a href="#">基本面穩健對日股帶來支撐；惟貨幣政策不確定或限縮股市</a>
02/03	<a href="#">川普關稅政策擔憂、投資人觀望財報，股市面臨負面壓力</a>

02/10	<a href="#">川普將宣布對等關稅措施，料使日股續面臨壓力</a>
-------	---------------------------------------

原物料市場週報

日期	報告標題
01/07	<a href="#">庫存回落、消息面刺激，油價上漲；美債殖利率反彈，金價先升後降；流動性恢復、市場期待較緩和的貿易戰，銅價上漲</a>
01/14	<a href="#">庫存持續下降、美宣布對俄羅斯制裁，油價連日上漲；人行黃金儲備續增、通膨預期揚升，帶動金價攀升；川普關稅擔憂及中國消費部分緩和，助漲銅價</a>
01/21	<a href="#">庫存仍降但以哈達成初步停火，油價先升後降；通膨降溫及 Waller 言論帶動鴿派政策預期，金價攀升；美元走弱及中國銅礦需求轉強預期，激勵銅價上漲</a>
02/04	<a href="#">川普要求 OPEC+ 降低油價，但關稅出台，油價先降後升；川普關稅政策帶動避險需求，金價創歷史新高；關稅推升銅價，惟美元走強及中國景氣不佳壓抑漲幅</a>
02/11	<a href="#">美國堅定增產計畫，油價全週再度下跌；關稅政策擔憂、人行購金，帶動金價頻創新高；中國製造活動回升預期、關稅擔憂，銅價全週攀升</a>

雙率週報

日期	報告標題
01/03	<a href="#">ECB 有意進一步降息，歐元續跌</a>
01/10	<a href="#">美服務業景氣強勁，美元雙率雙升</a>
01/17	<a href="#">美核心通膨放緩，殖利率漲多拉回</a>
02/03	<a href="#">川普關稅在即，美元強彈</a>
02/07	<a href="#">關稅高舉輕放，美元回落</a>
02/14	<a href="#">財政部減發國庫券，美元漲勢受阻</a>

總經策略報告

日期	報告標題
01/02	<a href="#">全球經濟持續復甦，惟近期波動較大</a>
01/09	<a href="#">美國經濟保持穩健，勞動市場降溫</a>
01/16	<a href="#">美國通膨降溫，降息趨勢可望延續</a>
02/06	<a href="#">景氣基本面不變，川普 2.0 與 DeepSeek 擾動</a>
02/13	<a href="#">美國通膨升溫、勞動市場穩健，降息延後</a>

觀點

日期	報告標題
01/02	<a href="#">2025 經濟及投資展望 - 經濟強韌的背後是財政及貨幣寬鬆，但市場已經極端超前部署</a>

01/09	<a href="#">美國優先主義來臨，貿易戰打向誰？</a>
01/16	美股財報 Preview - <a href="#">標普 500 指數 4Q24 獲利估年增 7.1%，穩定增長</a>
02/13	<a href="#">日圓升值下的投資產業 - 陸運、營建、電力股或為資產配置首選</a>

戰情分析

日期	報告標題
01/08	<a href="#">內外利多因素加持，美元延續相對強勢格局</a>
01/09	股市中的熊勢力正在消失： <a href="#">小心川普 2.0 的波動加大</a>
01/10	<a href="#">川普在使用《國際緊急經濟權力法》推進關稅仍將面臨許多限制</a>
01/13	<a href="#">對製造品汰舊換新需求，有助引導日本企業獲利成長</a>
01/14	<a href="#">就業數據反映拜登經濟學的延伸，聯準會暫時觀望、不致轉向</a>
01/14	加州大火對美國保險業影響： <a href="#">星星之火可以燎原，但經濟影響可控</a>
01/15	<a href="#">供應鏈重組，台美貿易關係更趨緊密</a>
01/17	<a href="#">主要國家景氣普遍具韌性，全球經濟可望平穩成長</a>
01/21	川普就職演說： <a href="#">啟動美國黃金年代，內政優先、關稅從長計議</a>
01/22	解讀準財長聽證會政策傾向： <a href="#">挺關稅政策、削減赤字、助美元強勢地位</a>
02/04	<a href="#">聯準會按兵不動，評估川普新政潛在影響</a>
02/05	<a href="#">積極滿足川普訴求，加、墨關稅暫緩；對中國的訴求則相對難解</a>
02/06	<a href="#">現階段美國對中國課徵對全球經濟不一定是壞事</a>
02/07	<a href="#">貝森特維持發債規劃鋪路政府財政瘦身</a>
02/10	<a href="#">日本承諾擴大對美投資及增加進口，回應川普政策方向</a>
02/11	<a href="#">拜登政策餘威猶存，美國就業市場續強</a>
02/12	<a href="#">川普偏好低利率的使命必達，壓低殖利率已成財長的政策目標</a>
02/13	<a href="#">尚未習慣川普 2.0，市場邏輯出現扭曲</a>

國際金融市場焦點

<a href="#">01/03</a>	<a href="#">01/06</a>	<a href="#">01/07</a>	<a href="#">01/08</a>	<a href="#">01/09</a>	<a href="#">01/13</a>	<a href="#">01/14</a>	<a href="#">01/15</a>	<a href="#">01/16</a>	<a href="#">01/17</a>
<a href="#">01/20</a>	<a href="#">01/22</a>	<a href="#">02/04</a>	<a href="#">02/05</a>	<a href="#">02/06</a>	<a href="#">02/07</a>	<a href="#">02/10</a>	<a href="#">02/11</a>	<a href="#">02/12</a>	<a href="#">02/13</a>
<a href="#">02/14</a>									

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
01/13	美國 12 月 BLS 就業報告： <a href="#">勞動市場因暫時性需求轉強，確立暫緩降息立場</a>

01/16	美國 12 月 CPI、PPI： <a href="#">核心價格雙雙放緩，通膨仍處緩慢降溫格局</a>
01/20	美國 12 月零售銷售、工業生產： <a href="#">消費成長動能穩健，製造業生產加速回溫</a>
02/04	美國 1 月 ISM 製造業 PMI： <a href="#">製造業 PMI 反彈，仍需持續關注關稅政策後續影響</a>
02/05	美國第四季資深授信人員意見調查： <a href="#">銀根緊縮程度溫和，經濟維持穩健</a>
02/10	美國 1 月就業報告： <a href="#">勞動市場接近充分就業，3 月 FOMC 將不降息</a>
02/13	美國 1 月 CPI： <a href="#">物價意外升溫，澆熄聯準會上半年降息可能</a>

## 日本

日期	報告標題
01/10	日本 11 月勞工薪資： <a href="#">維持偏強成長格局，後續焦點轉向春鬥薪資談判</a>
02/03	日本 12 月工業生產： <a href="#">各產業生產表現分歧，生產活動仍尚不穩定</a>
02/06	日本 12 月勞工薪資： <a href="#">冬季獎金成長，激勵整體薪資加速攀高</a>

## 歐元區

日期	報告標題

## 台灣

日期	報告標題
01/03	台灣 12 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業微幅擴張，非製造業加速擴張</a>
01/08	台灣 12 月 CPI： <a href="#">風災導致蔬菜漲幅加大，CPI 上漲率愈發高於 2%</a>
01/10	台灣 12 月出口： <a href="#">新興應用、旺季、提前出貨，出口持續穩健成長</a>
01/22	台灣 12 月外銷訂單： <a href="#">新興科技應用商機與農曆年前備貨效應，帶動外銷訂單成長跳升</a>
02/03	台灣 12 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">新興應用及年前備貨帶動工業大幅增產，年節提前與年節商機，助長零售、餐飲業營收溫和提升</a>
02/03	台灣第 4 季 GDP： <a href="#">資本形成大增，支撐經濟成長優於預期</a>
02/06	台灣 12 月景氣指標： <a href="#">經濟現況強勁，2025 料溫和成長</a>
02/10	台灣 1 月出口： <a href="#">電子與新興市場雙引擎推動，製造業前景暢旺</a>
02/10	台灣 1 月 CPI： <a href="#">錯月效應現，待國際情勢明朗方能確立穩定降溫格局</a>
02/12	台灣 1 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業展望佳、服務業略降溫，景氣仍平穩</a>

## 附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2025 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名

元大證券投資顧問股份有限公司

台灣臺北市 106 仁愛路三段 157 號 4 樓