2027 全球投資展望

留心 2H27 投資減速造成經濟下行；股市因獲利成長降速與評價微收縮漲幅小於 2026 年，看好美、德、西股

經濟：美國投資在整個經濟的重要性仍高，若投資下滑則會引發股市與消費消退連鎖反應，升息進入尾聲但高利率仍將延續；歐元區經濟改善空間有限，財政支持減弱消費能否接棒成關鍵；日本成長動能由外轉內，財政與匯率添變數；中國財政刺激可能略偏向消費與房市，但出口增速可能放緩；台灣在高基期下成長將明顯下降，但投資與出口仍佳，估 GDP 成長仍達 5.8%

股市：具備 AI 題材與否仍是分野；獲利預估普遍下降、評價皆偏收縮

(1) 美股企業獲利將較 2026 降速、全年預估年增 12.6%；評價上留心長端殖利率雖向上空間不大、但仍有一些下修空間。預估 2027 S&P 500 目標價 8,600，高點約在 2Q 出現。風格上增加價值股配置、往品質股靠攏、大型股優於小型股；類股除 AI 題材外，還看好電力/電網、綠能、軟體&資安、工業、製藥&生科、醫材、軍工。

(2) 歐股獲利動能換手，2027 年先抑後穩、2H 具相對抗跌優勢。

(3) 日股改革深化提供支撐，獲利放緩限制上行空間。

(4) 陸港股經濟脆弱性反映在大盤，獲利增長初見下滑。

(5) 新興亞股獲利增長峰值已現，評價壓力猶存。

債市：美債可逢 1H27 利率高位佈局並持有至 2H27 物價和景氣趨緩時；公司債建議佈局 A 級以下至 BBB 級以上 IG 債；EM 債可關注中國和捷克

(1) 美債可逢 1H27 利率高位佈局並持有至 2H27 物價和景氣趨緩時。

(2) IG 債建議佈局 A/A2 以下至 BBB/Baa2 級以上公司債、及風險調整後正利差之銀行、可選消費、公用事業、通訊等及與科技相關性低之產業。

(3) HY 公司債避開 CCC/Caa 級，風險承受度較高者適度佈建 BB/Ba 級債。

(4) EM 債留意高能源價格和聖嬰現象推升通膨使更多新興市場央行升息，可關注中國和捷克等通膨壓力低、降息循環有望持續之新興市場債。

匯市：美元年初高檔整理後小幅拉回，人民幣維持相對穩健，歐元風險較高

商品：油價戰爭溢價難消，2H 才會回落；聖嬰與地緣政治風險交疊，關注熱帶作物供應風險；黃金底部已近；AI 題材與景氣潛在放緩不利銅價

投資策略（括弧內為相對應的 ETF）：

(1)地區推薦美國(VOO)、德國(EWG)、西班牙(EWP)、日本價值股(EWJV)；(2)風格上漸往價值股(SPYV)、品質股(QUAL、VFLO)靠攏，並適度佈局防禦股(USMV)、現金牛(COWZ)；(3)類股除 AI 題材(AIQ、AIS)外，還看好電力&電網(AIPO、POWR)、綠能(GRID、ICLN)、軟體&資安(IGPT、CIBR)、實體 AI (KOID)、製藥&生科(IHE、XBI)、醫材(IHI)、軍工(ITA)；(4)固定收益加碼美中長期公債(TLH、TLT)、A-BBB 之間 IG 債(QLTA、BBBI)、中國債(CBON)；(5)商品推薦黃金(GLD)，1H 可做多農產品與原油。

投資風險

(1)美勞動市場趨緊導致核心通膨處高位更久、Fed 升息幅度加大；(2)Fed 意外啓動縮表；(3)美伊衝突擴展到其他地區，油價遲遲無法下降。

焦點內容

1. 股市：美股獲利預估年增 12.6%，評價仍有下修空間，2027 S&P 500 目標價 8,600，高點在 2Q；風格主軸為增加價值股配置、往品質股靠攏、大型股優於小型股，類股看好 AI 題材、電力/電網、綠能、軟體&資安、工業、製藥&生科、醫材、軍工。歐股獲利動能換手，2027 年先抑後穩、2H 具相對抗跌優勢；日股改革深化提供支撐，獲利放緩限制上行；新興亞股獲利增長峰值已現，評價壓力猶存
2. 債市：美債逢 1H27 利率高位佈局並持有至 2H27 物價和景氣趨緩時；公司債建議佈局 A 級以下至 BBB 級以上 IG 債；EM 債可關注中國和捷克
3. 匯市美元年初高檔整理後小幅拉回，人民幣維持相對穩健，歐元風險較高；商品油價 2H 才會回落；農產品關注熱帶作物供應風險；黃金底部已近；AI 題材與景氣放緩不利銅價

2027 投資規劃

	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F
全球經濟	市場預估2027全球主要國家經濟與2026相仿			
美國經濟(YoY)	→	→	↘	↘
全球股市	仰賴AI題材的美、日、新興亞洲2H27較大機會面臨逆風，歐洲則有結構改善預期			
美股方向	↗	↗	↘	↗
美股S&P 500區間預估	8,000-8,500	8,400-8,800	8,700-8,400	8,500-8,800
美10年債殖利率	↗	→	↘	↘
美元指數	→	↘	→	↗

目錄

	頁數
經濟	**4**
(1) 全球	4
(2) 美國	4
(3) 歐元區	11
(4) 日本	13
(5) 中國	14
(6) 台灣	16
股市	**18**
(1) 全球股市	18
(2) 美股	18
(3) 美股類股	30
(4) 歐股	35
(5) 日股	38
(6) 陸港股	40
(7) 新興亞股	42
債市	**44**
(1) 美債	44
(2) 美國投資級公司債(IG)	48
(3) 美國非投資級公司債(HY)	50
(4) 新興市場(EM)債市	53
匯市	**56**
(1) 美元指數	56
(2) 歐元	57
(3) 日元	59
(4) 人民幣	61
商品	**63**
(1) 能源	65
(2) 農產品	66
(3) 貴金屬	67
(4) 基本金屬	68

經濟：美國投資在整個經濟的重要性仍高，若投資下滑則會引發股市與消費消退連鎖反應，升息進入尾聲但高利率仍將延續；歐元區經濟改善空間有限，財政支持減弱消費能否接棒成關鍵；日本成長動能由外轉內，財政與匯率添變數；中國財政刺激可能略偏向消費與房市，但出口增速可能放緩；台灣在高基期下成長將明顯下降，但投資與出口仍佳，估 GDP 成長仍達 5.8%

(1)全球：市場預估 2027 全球主要國家經濟與 2026 相仿，僅歐元區明顯增溫、中國則可能進一步下滑

因美伊戰爭的發生，全球經濟 2Q 末開始出現下修，反應戰爭對經濟影響的滯後性約在 1-2 季後發生。然而，進入下半年後，因 AI 投資擴展的態勢優於預期、帶動外需表現，甚至內需也強於預期，主要機構重新上修經濟成長預期。展望明年，市場預估 2027 全球主要國家經濟與 2026 相仿，僅歐元區明顯增溫、而中國則將進一步下滑；各主要地區的觀察重點如下：美國的政治僵局對於 AI 投資的影響；歐元區法國大選後政治與財政的穩定性如何？日本的財政擴張與貨幣政策正常化是否能並行、實質薪資能改善來驅動內需正向循環嗎？中國二十一大後新的政治佈局可能產生的變化、能否走出通縮？台灣的高 AI 資本支出在高基期下能否持續驗證可行？

圖 1：市場預估 2027 全球主要國家經濟與 2026 相仿，僅歐元區明顯增溫、中國則將進一步下滑

主要經濟體 GDP 成長率預估中位數，百分比

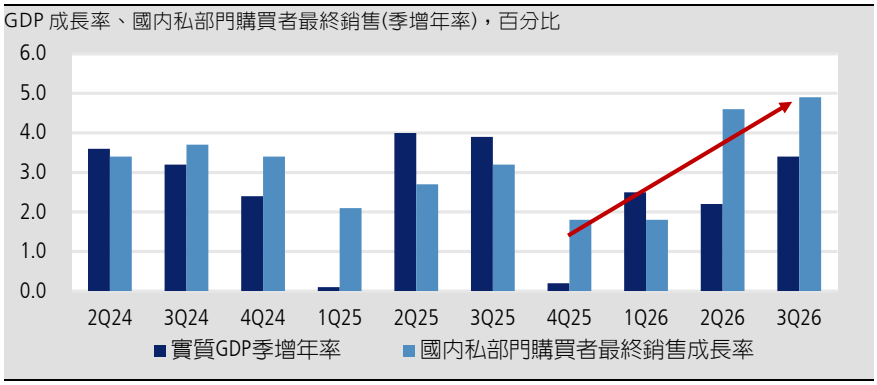
	2026				2027				2026	2027	2028
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
全球									3.0	3.2	3.2
已開發市場	1.8	2.0	2.3	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9	1.9
新興市場	4.8	4.3	4.0	4.0	4.0	4.4	4.4	4.3	3.7	4.4	4.2
美國	2.6	2.2	2.1	2.4	2.3	2.3	2.1	2.1	2.3	2.2	2.2
歐元區	0.6	1.2	1.3	1.1	1.4	1.2	1.2	1.3	1.0	1.3	1.3
英國	0.8	1.4	1.6	1.7	1.3	1.1	1.0	1.1	1.3	1.2	1.5
日本	0.6	0.9	0.3	0.8	0.7	1.2	1.0	1.0	0.8	0.8	0.9
中國	5.0	4.3	4.5	4.6	4.4	4.5	4.5	4.4	4.6	4.4	4.3

資料來源：Bloomberg；凱基整理

(2)美國：投資在整個經濟的重要性仍高，但主要依賴 AI 投資而部份排擠掉其他類投資，當投資下滑則會引發股市財富效果下降與消費消退的連鎖反應；升息進入尾聲但高利率仍將延續，在通膨未退之下 2027 年也難降息

美國經濟今年以來呈現逐季回溫的現象。儘管 4Q25 比較低迷，但今年初以來市場預估就隨著狀況的改善而上修，直到 2Q26 末因美伊戰爭影響逐漸浮現而出現一些下修；但到了下半年，市場發現投資仍旺，因此重新上修，事實也見到從去年末的谷底持續向上的態勢，特別是在內需的部份。

圖 2：美國經濟今年以來逐季回溫，特別是內需部份



資料來源：Bloomberg；凱基整理

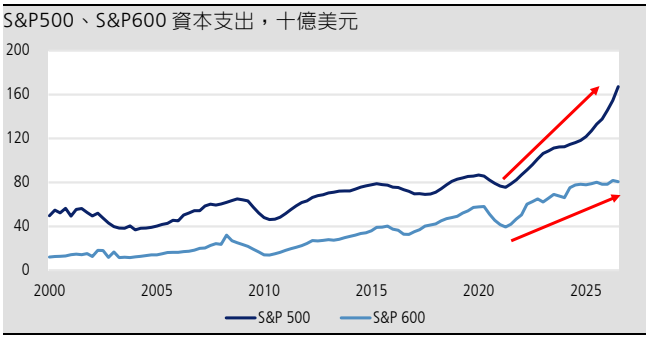
其中內需部份投資還是最大的亮點，而且在所謂的 K 型經濟（經濟參與者中好壞相差很大、而且越差越大）態勢中，投資展現的明顯程度並不遜於消費：大型企業的單位投資也明顯高於小型企業。

圖 3：近幾年 GDP 中企業投資增速超過消費的態勢非常明顯



資料來源：BEA；凱基整理

圖 4：K 型經濟表現在企業/投資身上可能更加明顯



資料來源：Bloomberg；凱基

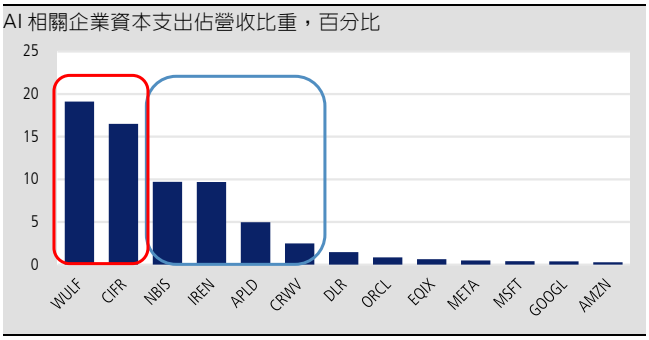
而箇中的關鍵還是 AI 投資風生水起、撐起半天，特別是非住宅的建築和製造業都大增，而其中的 NeoClouds 與資料中心等成長得尤其兇。然而，衝起的投資額並不是雨露均霑，若我們扣除掉 AI 推動的電腦與軟體投資，其他的投資顯然是停滯的。也就是說，這些 AI 需求所推動的投資很大的程度上排擠掉其他領域的資；若未與 AI 題材扯上邊，則投資可能反而是衰退的，譬如運輸設備、住宅與建築類的投資。

圖 5：資訊設備、軟體是貢獻大宗，近幾年資料中心與通訊基礎建設的建置也上來



資料來源：BEA；凱基整理

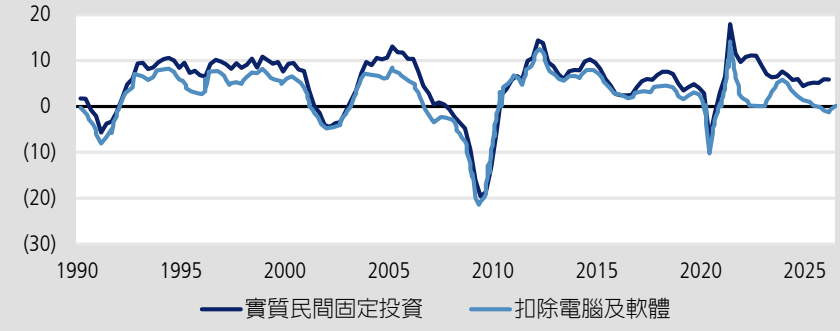
圖 6：NeoClouds、資料中心開發商的投資成長尤其兇



資料來源：FactSet；凱基

圖 7：但扣除掉電腦與軟體等 AI 相關投資則是停滯

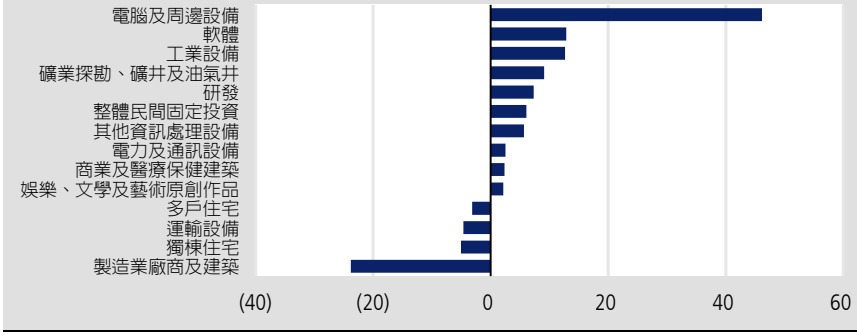
美國實質民間固定投資、民間固定投資扣除電腦與軟體年增率，百分比



資料來源：BEA；凱基

圖 8：因對科技相關商品的投資正在排除其他領域的投資

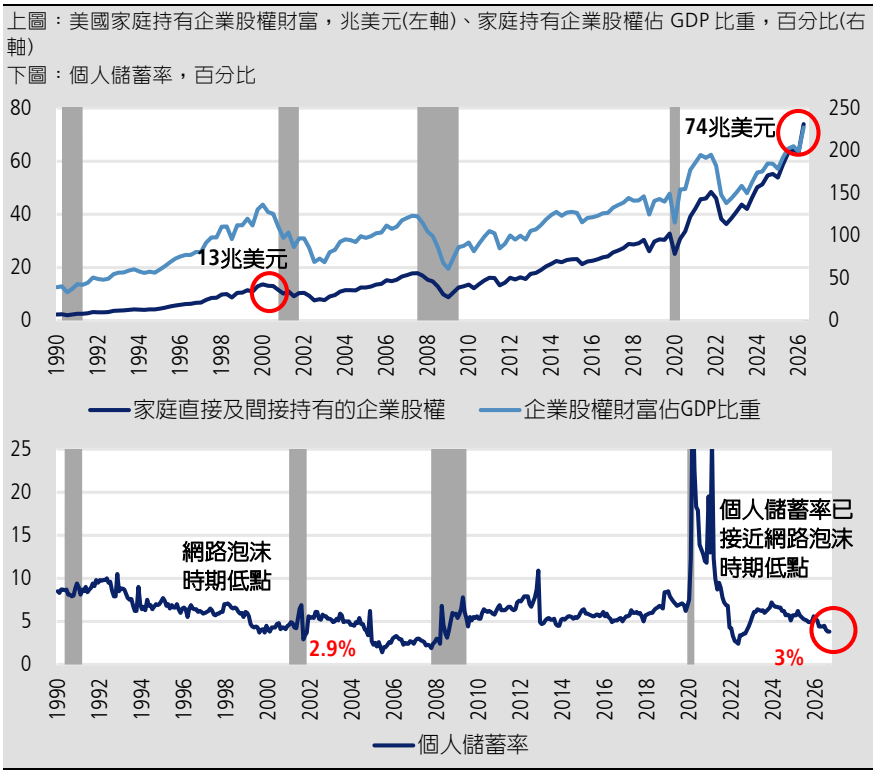
美國 3Q26 民間固定投資各細項年增率，百分比



資料來源：BEA；凱基整理

而在消費方面，因近年名目薪資成長並不高，加上儲蓄率在疫情後持續降低、金融海嘯後家戶單位槓桿也不高，因而越來越依賴過去 10 年「美股盛世」所創造出的財富效果。而且，這並非高所得者獨有的現象，近年來無論財富、薪資等級，皆出現股票（或基金）占財富比重大為提高的現象，甚至財富或薪資等級最低的一群也相當明顯。然而，也因影響消費因素過度集中於單一來源而產生風險，若股市出現下跌，則消費動能就可能受到比較大的影響。事實上，這也是整個經濟最大的風險，消費依賴股市，而股市過去幾年依賴 AI 推動的投資，所以投資的良窳牽一髮而動全身；但因投資本身的波動較大，萬一投資發生衰退，對於消費、整個經濟、股市的氛圍，都會造成連鎖的利空。

圖 9：美國家庭財富貯藏於股票的比率提高，儲蓄率降低的情況下仍有消費的底氣

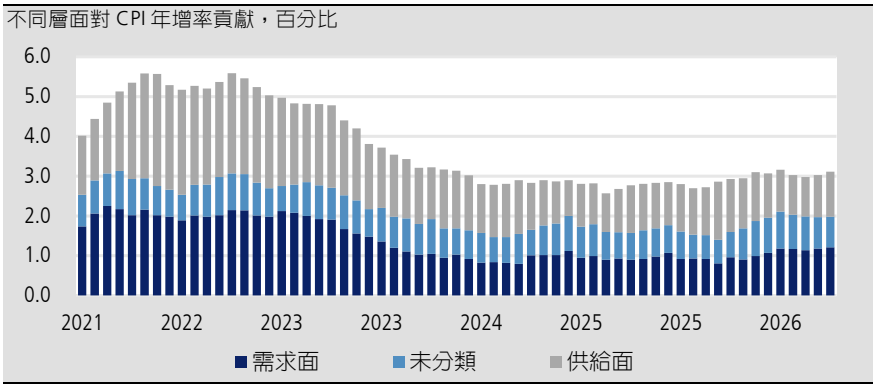


資料來源：Bloomberg；凱基

整體而言，2027 美國經濟的重點仍在分立政府下 AI 帶動的強勁投資是否能延續，消費在實質薪資成長不怎麼樣的情況下、能否持續依賴股市財富效果提供消費動能。

而在貨幣政策方面，先看通膨。能源價格是 2026 年通膨回升的主要來源，油價與成品油價格居高不下，除直接推升汽油、公用事業及運輸價格外，企業亦逐步將能源與進口成本轉嫁至終端價格，使通膨壓力由供給面向核心商品與服務擴散。需求面方面，消費仍具韌性，AI、資料中心、電力及相關基礎建設投資增加，也使總需求不易快速降溫。預期隨能源價格比較基期墊高，整體通膨將於 2027 年逐步下降。

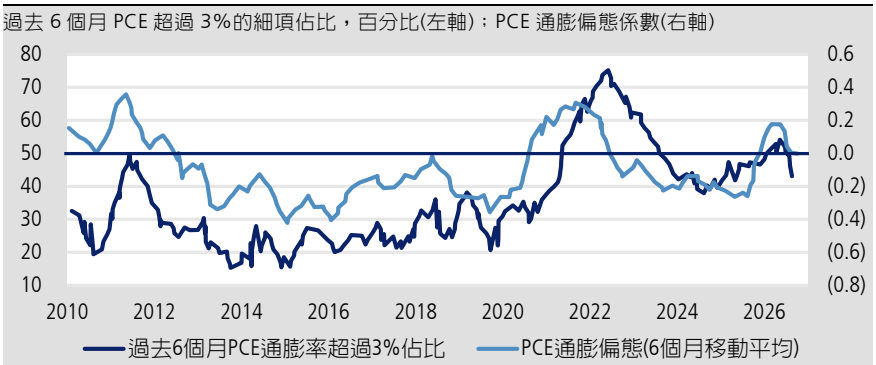
圖 10：通膨風險由供給面向需求面擴散



資料來源：Bloomberg；凱基

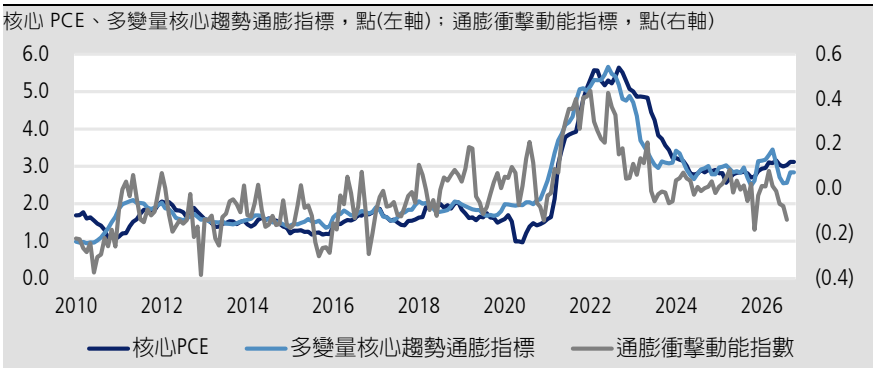
但能源成本的遞延傳導可能使核心通膨在 2026 年底至 2027 年初維持高檔；另一方面，就業與薪資成長放緩，加上住房通膨逐步下降，將限制通膨持續上升的空間。事實上，儘管通膨因美伊戰爭而產生供給面向上壓力、以及因 AI 投資旺盛而從需求面推升通膨，但我們認為其升溫態勢並沒有那麼可怕。從 PCE 的項目中可以看出，年增率>3%的比率不到一半，且先前在分布上呈現的右偏態勢（表示有一些極高值）也幾乎不見了；從擴散指數的角度來說，通膨上升的壓力有所緩解。甚至從其他通膨領先指標來看，包括多核心趨勢（Multivariate Core Trend, MCT，可根據因子區分特定或共同的通膨力量）PCE 與通膨衝擊動能指數（Inflation Shock Momentum Index, ISMI，追蹤物價上漲或下跌壓力的持續性與廣泛度）等衡量通膨僵固性的指標來觀察，也指向通膨壓力將逐漸舒緩、僵固性沒那麼高的方向。

圖 11：通膨可能沒有想像中恐怖



資料來源：FRED；凱基整理

圖 12：其他通膨領先指標也顯示如此：多核心趨勢 PCE 領先核心 PCE 下跌，預示通膨壓力將逐漸舒緩、通膨衝擊動能指數也指向通膨僵固性並沒有那麼高



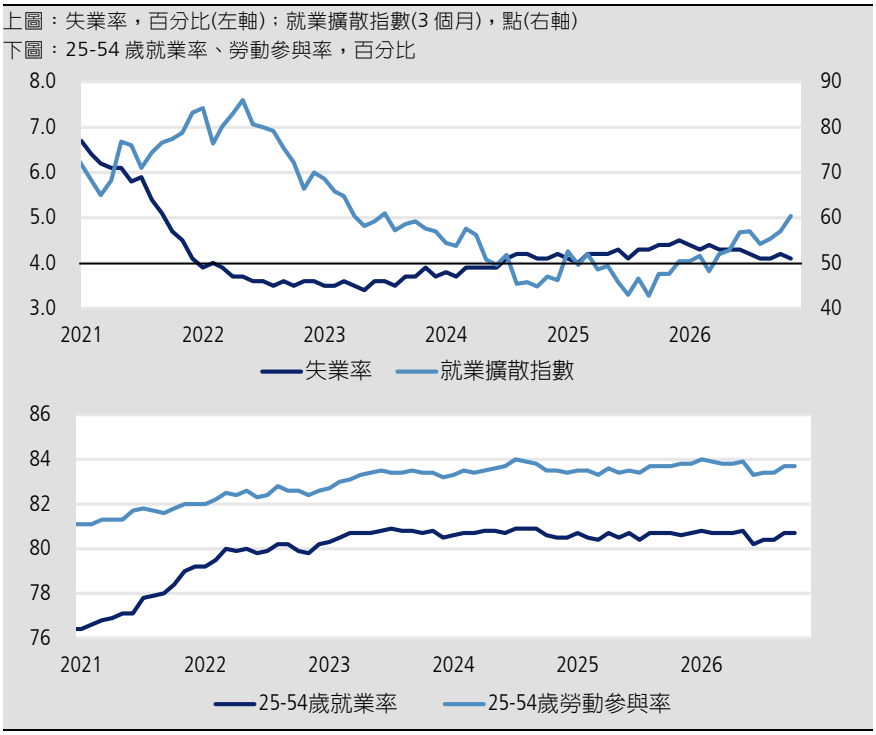
資料來源：Fed 紐約分行、舊金山分行；凱基整理

預估 2027 年核心 PCE 通膨約為 2.3%至 2.7%，雖較 2026 年下降，但在能源成本傳導、需求韌性及服務價格壓力下，短期內仍難回到 2%目標。

而勞動市場方面，2026 年美國勞動市場大致維持「低招聘、低裁員、低離職」均衡。企業考量疫情期間的缺工經驗及經濟不確定性，主要透過減少招聘而非大幅裁員調整人力，使非農就業成長明顯放緩，但失業率仍維持低檔。勞動供給方面，退休人口增加及移民政策趨嚴限制勞動力成長，使維持失業率穩定所需的新增就業人數下降，也降低就業成長放緩對失業率的推升

幅度。而正因勞動供給受到移民政策影響較不穩定，因此觀察這類數據時不能只看就業成長本身，而是要看失業率與擴散指數、就業率/勞參率等「比率」的指標。

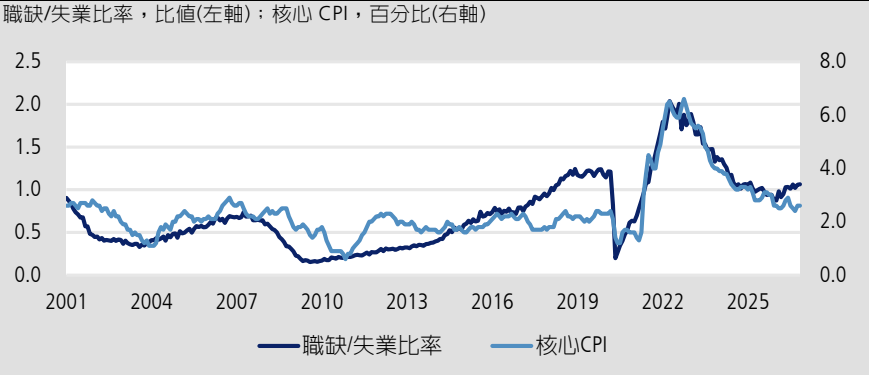
圖 13：美國失業率維持在偏低位置，且就業擴散指數指向擴張，勞動市場溫和轉強



資料來源：Bloomberg；凱基整理

2026 年下半年，職缺與失業人數比、自願離職率及招聘活動均由低檔改善，裁員率則維持低檔，顯示勞動需求逐漸觸底回升；雖然非自願兼職及廣義失業率偏高，反映就業品質仍有分化，但整體勞動市場已逐步擺脫年中的低迷狀態。預期 2027 年勞動市場將由低檔回穩，在經濟維持擴張、勞動供給成長受限及裁員率偏低下，失業率大致維持在 4.1%至 4.3%。

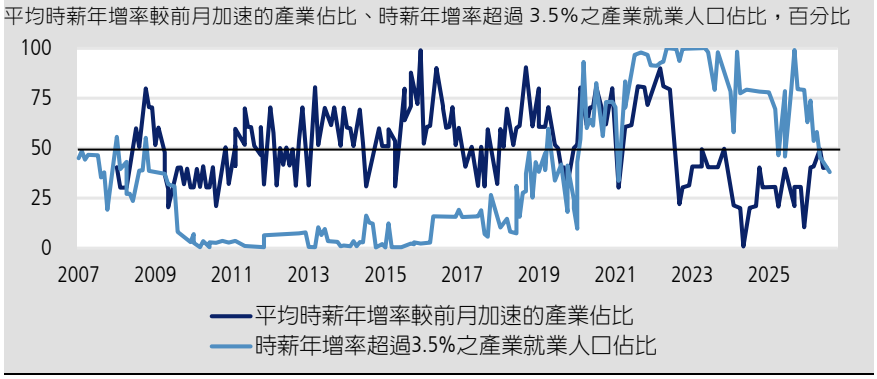
圖 14：美國勞動需求觸底回升，薪資與服務通膨降溫面臨挑戰



資料來源：Bloomberg；凱基

值得注意的是，從薪資來看會是另一個光景。願意給予一定加薪幅度的企業並不多，當市場不夠緊俏，也很難推升薪資成長。整體而言，勞動市場趨向一個偏回溫的局面，若招聘、工時與薪資增速同步改善，勞動市場將由原先支持 Fed 暫停升息的因素，轉為支撐消費與核心服務通膨，進而提高高利率維持更久的可能性。

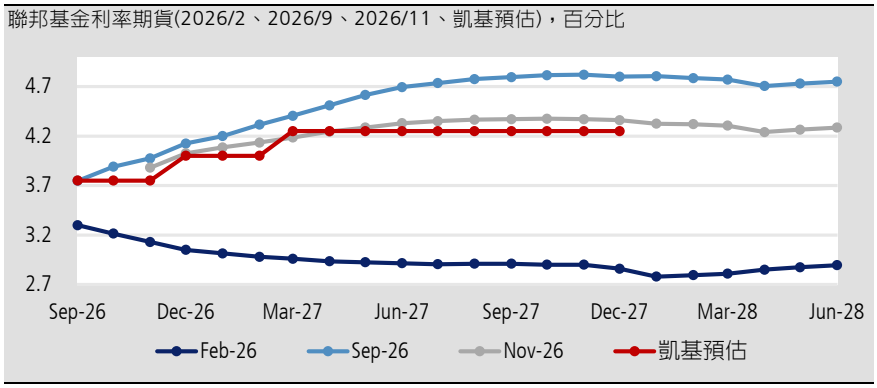
圖 15：但企業加薪幅度並不高，顯示市場也不夠緊俏



資料來源：Bloomberg；凱基

合併上述的物價和勞動市場層面，美國消費與企業投資維持韌性，勞動需求亦出現改善跡象，使經濟仍能承受進一步升息；同時，能源成本向核心價格傳導，可能使 1Q27 通膨風險繼續偏向上行。預期聯準會將於 2026/12 及 2027/3 各升息 1 碼，將聯邦基金利率目標區間提高至 4.25%至 4.50%；第 2 季起，隨能源通膨因比較基期墊高而放緩，加上高房貸利率壓抑房市與住房通膨，Fed 可望停止升息，並於年內維持利率不變。市場雖已進一步反映 2027 年 6 月仍可能升息，但是否需要再次緊縮，將取決於能源通膨是否廣泛擴散至核心項目，以及勞動需求改善是否帶動薪資重新加速。

圖 16：2027 年升息進入尾聲，政策焦點轉向高利率維持期間



資料來源：Bloomberg；凱基

由於信用利差仍處低檔，殖利率曲線亦尚未反映明確的衰退風險，聯準會短期內缺乏降息理由，2027 年的政策焦點將由「還要升息幾碼」轉向「高利率需要維持多久」，所以升息之間的間隔時間也是關鍵。此外，Warsh 上任後降低前瞻指引的重要性，更強調依據實際經濟與金融情勢逐次會議決策；

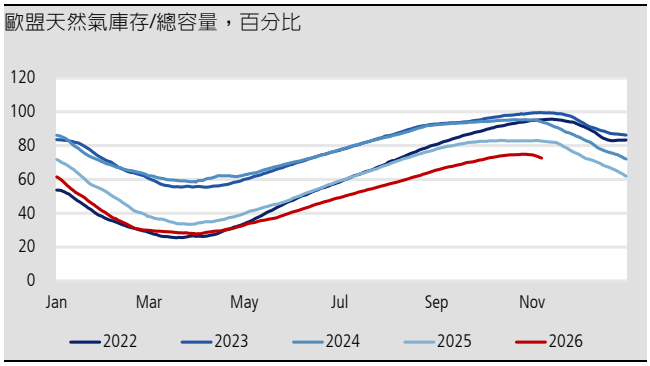
聯準會亦規畫自 2027 年秋季起，將一次 FOMC 會議專門用於政策策略與制度框架討論，不進行利率表決，其影響主要在改善長期政策討論與溝通，而非改變短期利率路徑。

(3)歐元區：經濟成長改善空間有限，財政支持減弱後消費能否接棒成關鍵

2026 年歐元區經濟遭逢中東戰爭引發的能源衝擊，通膨回升促使 ECB 轉向升息，惟在財政支出與企業投資支撐下，經濟韌性優於預期。國別上，德國與西班牙表現相對穩健，法國則受財政與政治僵局拖累而明顯落後。

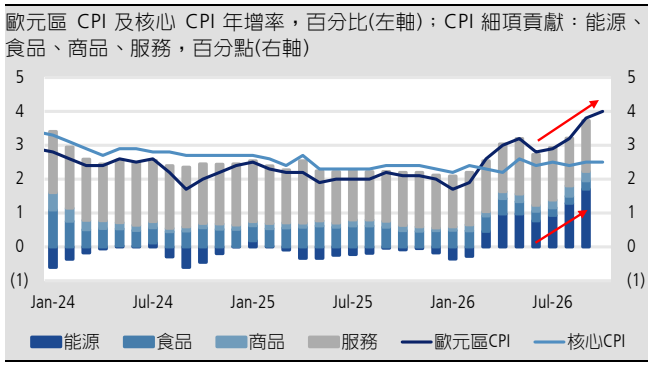
展望 2027 年，市場普遍預期經濟成長轉佳，惟相關預測多建立在能源價格回落的假設上，加上今年 GDP 成長預估持續上修，使明年成長超越今年的門檻提高。凱基預期 2027 年經濟成長改善空間有限，能否轉佳取決於能源走向。就全年節奏而言，歐洲天然氣庫存處於同期偏低水準，冬季供暖需求使 1Q27 面臨較大能源供應風險；2Q27 起隨比較基期墊高，整體通膨有望逐步緩解，若能源價格同步回落，2H27 經濟動能可望優於上半年。

圖 17：歐洲天然氣庫存處於同期偏低水準



資料來源：AGSI；凱基

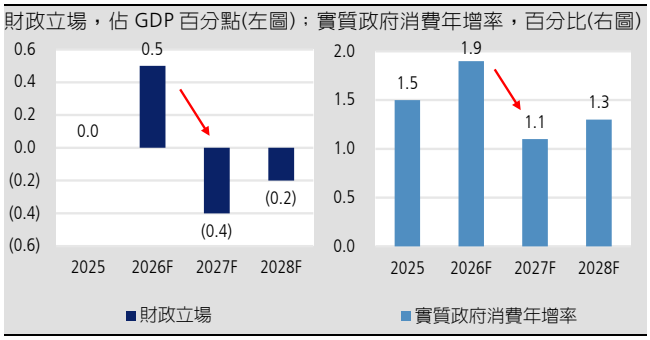
圖 18：歐元區通膨回升主要受能源驅動，核心通膨相對平穩



註：食品包含食品、酒精與菸草；商品限定非能源工業產品
資料來源：Bloomberg；凱基

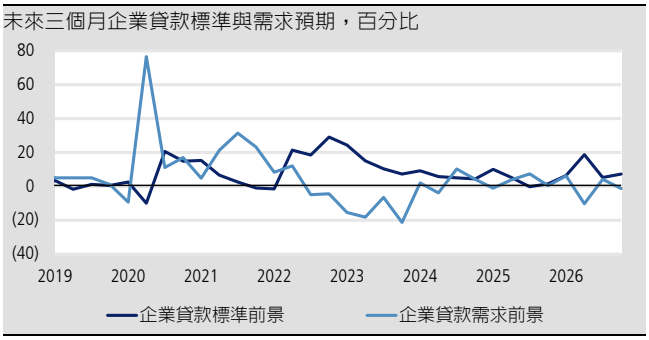
從支出面來看，財政支持力道將逐漸減弱，義大利與西班牙面臨歐盟復甦基金(NGEU)退場，法國高赤字迫使政府推動財政整頓；德國國防與基建支出持續擴張，惟新增財政推力可能減弱，難以完全抵銷其他國家財政支持退場。投資受國防、基建及數位化需求支撐，惟融資成本上升，加上銀行放款標準趨嚴、企業貸款需求轉弱，限制投資擴張幅度。淨出口則面臨外需放緩及中國出口競爭等壓力，國防與 AI 投資帶動的進口需求亦可能壓抑其成長貢獻。隨財政支持減弱，民間消費能否加速將成為成長改善的關鍵，惟能源通膨侵蝕購買力、家庭儲蓄率偏高及消費信心疲弱，短期難以明顯加速；若下半年能源價格回落，實質所得改善有望帶動消費溫和復甦。國別上，德國受財政支出支撐，惟出口動能降溫恐限制成長加速幅度；西班牙民間需求仍具韌性，惟 NGEU 退場可能削弱成長動能；義大利公共投資高度仰賴 NGEU，面臨較大調整壓力；法國雖有望自低基期回升，但政治與財政不確定性高。

圖 19：歐元區 2027 年財政立場轉趨緊縮，政府消費成長同步放緩



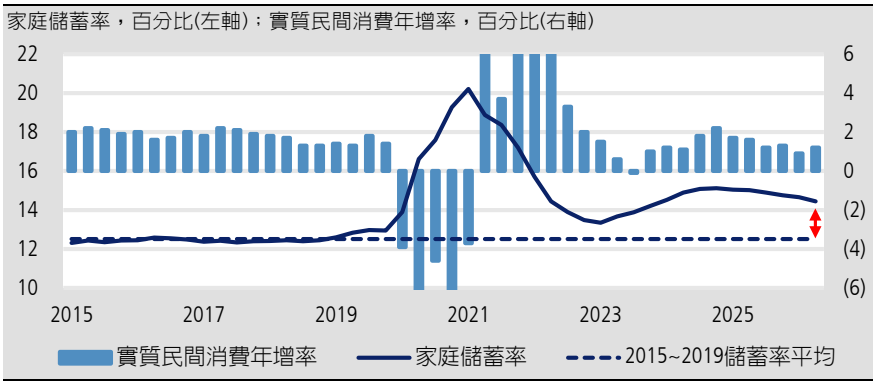
註：財政立場正值代表擴張，負值代表緊縮
資料來源：ECB 2026 年 9 月經濟預測；凱基

圖 20：歐元區企業放貸標準趨嚴，貸款需求仍顯疲弱



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 21：歐元區家庭儲蓄率仍高於疫情前，消費潛力有待釋放



資料來源：Bloomberg、ECB；凱基

貨幣政策方面，ECB 已於今年升息 2 碼，並釋出 12 月可能再升息的訊號，市場預期 2027 年仍有 1-2 碼升息空間。考量長端利率走升已使金融條件收緊，且貨幣緊縮效果逐漸浮現，若能源通膨未進一步推升薪資與服務價格，凱基認為市場可能高估後續升息幅度，ECB 於 2027 年進一步緊縮的空間有限，降息可能性亦低。

圖 22：歐元區薪資成長預期降溫，服務通膨尚未見到明顯升溫



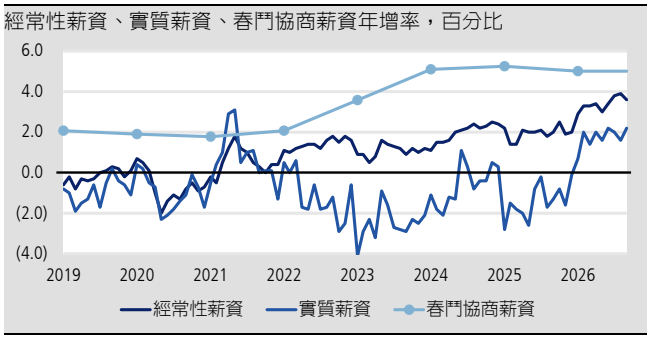
註：ECB 的薪資追蹤包含平滑版的一次性支付報酬
資料來源：Bloomberg、ECB；凱基

考量能源壓力及政治不確定性，1H27 經濟面臨較高下行風險，主要包括：(1)中東衝突若延宕，油氣價格維持高檔更久，將同時壓抑成長並推升通膨；(2)法國將於 4/18 及 5/2 舉行兩輪總統大選投票，疑歐派極右翼民調領先，選後若解散國會改選或財政方向改變恐推升公債利差；(3)ECB 總裁 Lagarde 將於 2/7 提前卸任，新任領導層的政策立場與溝通方式可能增加市場波動。整體而言，2027 年歐元區財政支持逐步減弱，成長動能有待民間需求接棒；能源價格走向將左右消費復甦力道與 ECB 政策空間。

(4)日本：成長動能由外需轉向內需，財政與匯率增添變數

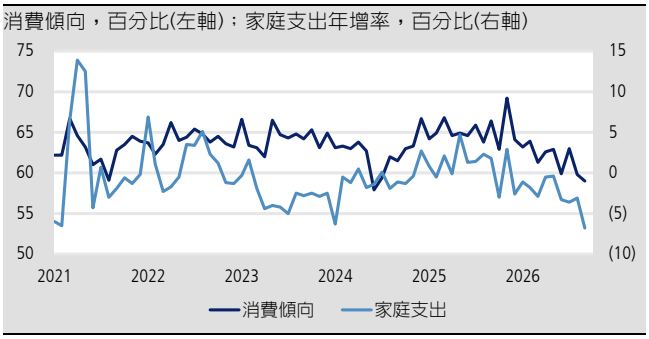
2026 年日本經濟受中東戰事引發的能源衝擊干擾，惟 AI 相關出口與政府能源補貼仍支撐整體溫和成長。然而，成長結構失衡，外需相對穩健，內需則偏弱。儘管春鬥連續第三年維持高幅度加薪、實質薪資轉正，民間消費仍受中東情勢不確定性與生活成本壓力抑制，企業設備投資亦連續兩季萎縮。政策方面，高市政府延續積極財政立場，BoJ 持續推進貨幣政策正常化，並於 10 月利率會議指出基調通膨大致已達 2%目標。

圖 23：春鬥連續三年大幅加薪，薪資數據逐步反映調薪結果



資料來源：Bloomberg；凱基

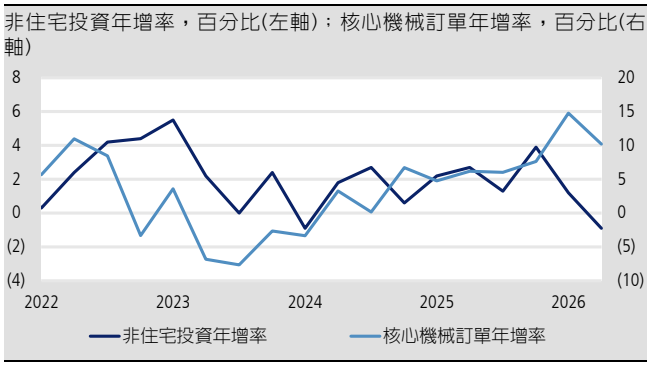
圖 24：日本消費傾向走低，家庭支出持續疲弱



資料來源：Bloomberg；凱基

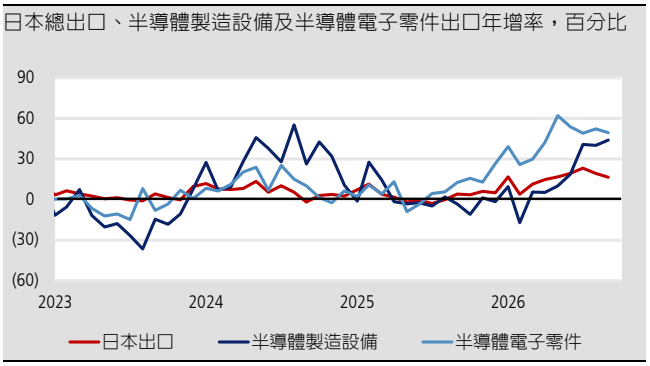
展望 2027 年，預期日本經濟將維持不到 1%的低速成長，全年成長率與今年相近，成長動能則逐步由外需轉向內需。民間消費上半年仍受輸入性通膨及升息壓抑，隨春鬥加薪延續、4 月食品消費稅調降及能源價格上漲壓力趨緩，家庭實質購買力有望自第二季起逐步改善，帶動下半年消費溫和回升。企業投資方面，設備投資計畫維持高檔，實際執行卻受缺工及成本上升拖累；2027 年在自動化、數位化需求支撐下可望逐步回穩，但近期核心機械訂單增速放緩，加上融資成本上升，恐限制投資回升幅度。外需方面，上半年 AI 相關出口仍具支撐，下半年隨全球半導體景氣循環趨於成熟及美國景氣放緩，外需對經濟成長的貢獻可能減弱。

圖 25：日本核心機械訂單增速放緩，設備投資復甦仍待觀察



註：核心機械訂單年增率為三個月移動平均，取季末值
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 26：半導體相關出口成長強勁，為 2026 日本出口重要支撐

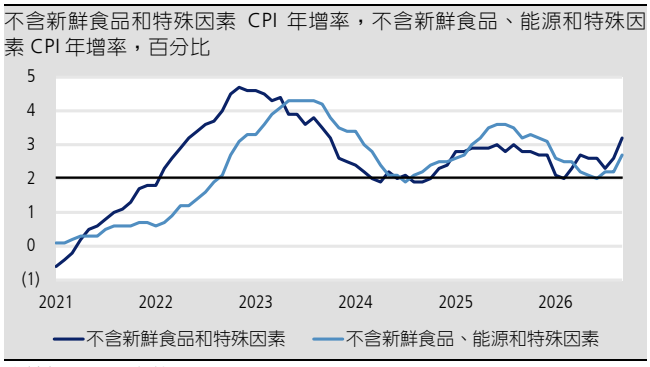


資料來源：Bloomberg；凱基

貨幣政策方面，BoJ 於 10 月上修 2027 財年通膨預測，並指出物價風險偏向上行，預期將延續漸進升息方向，節奏取決於薪資與物價的良性循環能否持續。凱基預期 BoJ 將於今年 12 月升息一碼，待 2027 年春鬥結果確認後上半年再升息一碼；下半年隨前期升息效果逐步顯現、經濟成長動能仍偏溫和，預期 BoJ 將轉趨觀望，但若通膨壓力居高不下，仍存在額外升息風險。

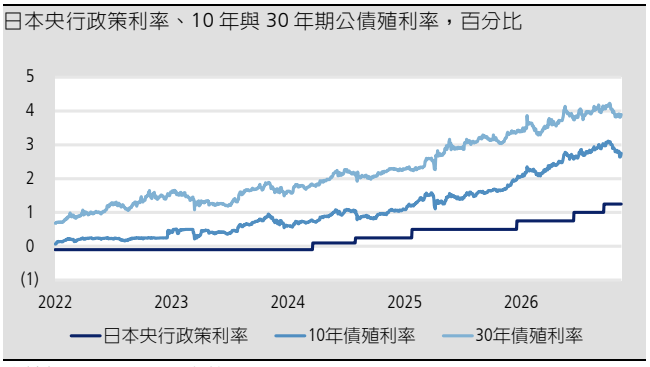
財政政策與日圓走勢仍是 2027 年日本經濟的主要不確定因素。食品消費稅調降兩年將造成約 10 兆日圓稅收缺口，加上國防、長期公共投資及高齡化相關社會保障支出增加，若缺乏明確財源安排，恐加劇財政疑慮，推升長天期公債殖利率及融資成本。另一方面，Fed 與 BoJ 同步升息使美日利差難以明顯收斂，日圓缺乏升值空間緩衝進口成本；若能源價格再度攀升，輸入性通膨恐抵銷減稅與加薪帶來的購買力改善，拖累內需復甦。此外，全球 AI 投資循環若超預期修正，出口與企業獲利亦將承壓；反之，若能源價格回落幅度超出預期、實質薪資改善優於預估，則有助消費提前復甦，帶動經濟成長優於基準情境。

圖 27：日本基調通膨具韌性，支持 BoJ 漸進升息



資料來源：BoJ；凱基

圖 28：BoJ 推進政策正常化，日本公債殖利率近期回落



資料來源：Bloomberg；凱基

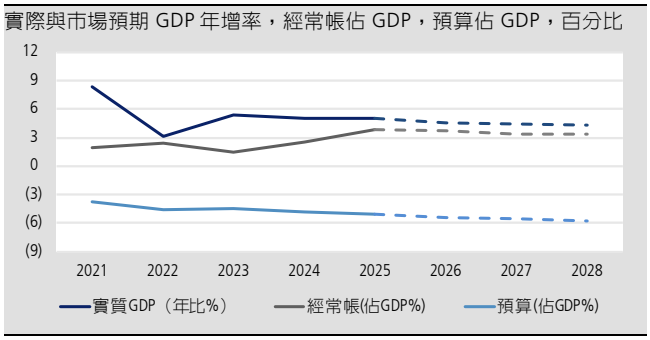
(5)中國：財政刺激可能略偏向消費與房市，但出口增速可能放緩

中國近期仍是外熱內冷，9 月出口年增率大幅上升至 36%，遠高於前期與預期的 25%，為今年 2 月來最強增速，受全球人工智慧投資熱潮推動下電子產品和半導體的強勁需求以及汽車出貨量大幅增加的推動，其中對美國的出口成長 39.6%，因兩國之間的貿易緊張局勢緩和，華盛頓和北京宣布計劃取消價值 300 億美元的商品關稅，並將更廣泛的貿易休戰延長至明年 1 月。另一方面，9 月進口年增 31%，略高於前值與預期，但因出口增速更快，整體貿易順差達到 1335 億美元，為 2025 年以來第二大順差。內需部分，中國第 2-3 季的 GDP 增速分別為 4.3%與 4.5%，連二季低於 5%，顯示經濟增速受疲弱的內需影響而降溫，不過近期的零售銷售略有反彈，雖然年迄今固定資產投資年率仍呈-7.2%的衰退，但衰退程度未進一步擴大，整體經濟降溫速度稍微趨緩。

展望 2027 年，中國政府為提振疲弱的內需經濟，消費與房市的刺激政策會相對之前著墨較多，今年下半年已陸續推出如消費貸款貼息，擴大支持消費基礎設施，失能老人養老服務補貼等等措施; 另外針對房市，今年 10 月也推出首套房購屋貸款貼息，符合條件者可獲不超過五年的貼息，加上近期固定資產投資衰退速度略有放緩，若搭配擴大房市刺激政策，明年房市有機會震盪築底。而貨幣政策空間相對較小，政府宣佈今年 11 月起，每個工作日進行隔夜逆回購操作，操作利率為 1.25%，7 天期逆回購改採固定數量、利率招標，將主要政策利率由原本的 7 天期逆回購利率，正式切換為隔夜逆回購利率，此舉旨在提高日常流動性調節的精細程度，平穩月底及繳稅期間的資金波動，但即使切換成更短天期的政策利率，其下調空間仍將有限，政府傾向以財政政策為主。

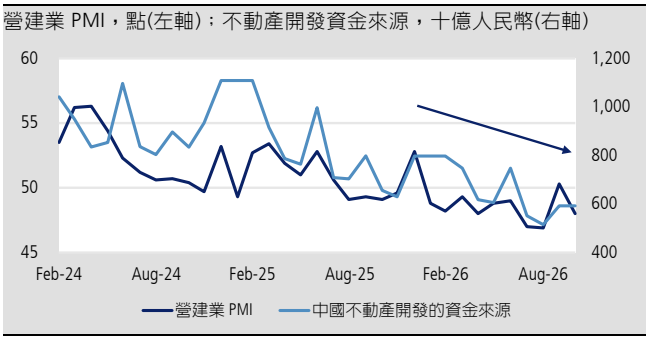
消費與房市衰退趨勢在政策擴大刺激下可能稍緩，但明年出口增速在基期墊高下也將降溫，而美中關稅 1 月重啓談判，中國出口是否受關稅升溫影響的不確定性仍在，故明年整體經濟增速可能持平或僅略高於今年。

圖 29：市場預期明年中國經濟增速大致與今年持平，不過財政預算赤字擴大，有望提供經濟下方支撐



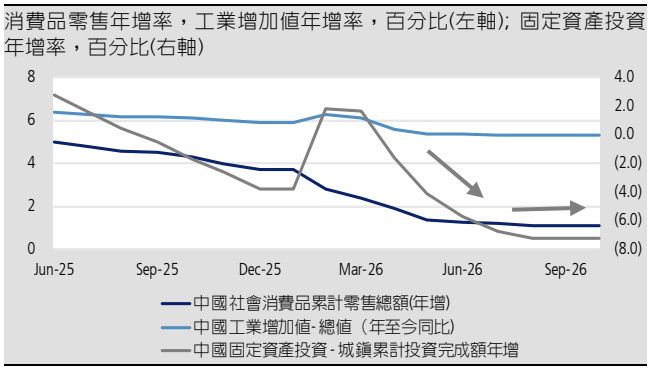
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 30：中國房產開發商與營建業近期保持疲弱態勢



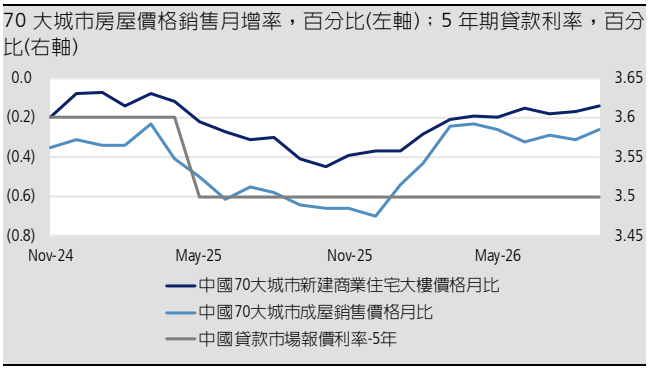
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 31：中國經濟雖保持疲軟，但消費與固定資產投資衰退未再明顯擴大



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 32：中國 70 大城市房屋銷售價格月減幅度出現趨緩現象，房價有築底機會



資料來源：Bloomberg；凱基

(6)台灣：高基期下經濟成長將在 2027 年明顯下降，但投資與出口仍佳，預估 GDP 成長率仍達 5.8%

2026 年上半年台灣經濟表現仍非常突出，尤其是外需與內需中的固定投資部分。外需部分，出口持續受惠於 AI 人工智慧、高效能運算與雲端服務應用需求強勁，相關電子、資通產品出貨動能非常強，唯傳產表現仍低迷，但上半年加計服務類貿易後的輸出成長仍達 27.53%，僅略低於 2025 年的 32.14%。至於進口因 AI 產業鏈分工助長、出口與投資引伸需求續強，企業積極備料並大幅增加資本支出，而服務輸入也因出國熱潮延續而擴增，整體輸入成長 21.55%。淨輸出對 GDP 的淨貢獻高達 8.05%，是上半年超高 GDP 成長率的其中一個重要支柱。

內需方面，民間消費因股市創高的財富效果，加上汽車進口關稅因素淡化、車市回溫，整體無論零售、餐飲等消費都有不錯的成長，而證券、基金等投資熱潮也讓手續費大幅成長，海外旅遊消費成長也高，上半年年增達 5.37%，自前一年略偏弱的 1.36%成長率有明顯的升溫。民間投資延續過去幾年 AI 需求強勁的勢頭，資本支出持續擴增，主要類別中僅運輸表現較弱，整體固定資本形成在上半年年增 12.12%。投資與消費、加上政府消費，上半年內需成長 7.29%，對 GDP 貢獻為 6.1%，雖略低於外需，但也是非常強勁的成長。

第三季台灣 GDP 年增仍高達 14.36%，唯下半年仍有中東衝突干擾延續、美國貨幣政策緊縮等利空，但 AI 應用由雲端訓練擴散至推論、代理與終端裝置，算力需求提高，加上主要雲端服務業者（CSP）加速基礎建設，對通用與客製化晶片需求增加，硬體需求無論質和量都會增加，台灣具備相關供應鏈優勢，加計服務類貿易的輸出與輸入將略下降，但仍會處於很高的水準。內需方面，股市財富效果顯著（但 10-11 月大幅回調）、就業市場改善，消費底氣與動能仍足；固定投資方面，全球 AI 基礎設施相關硬體需求強勁，許多買家以預付款或長約綁定產能，國內半導體、封裝測試、記憶體、載板及設備等相關供應鏈廠商積極擴產，資本支出，表現有望較上半年更為突出。據此，預估 2026 年全年成長 11.8%。

展望 2027 年，S&P Global 預估全球經濟將較 2026 年回升 0.5%，對依賴出口的台灣而言是利多。儘管主要 CSP 業者面臨現金流下降的壓力，但 AI 長期趨勢未變，在 2027 年應仍處高成長期；資本支出需求持續增加，而國內企業因應客戶需求而開發高產能，出口動能仍強，預估輸出與輸入雖在高基期下會較 2026 年下降，但維持中低雙位數的成長不成問題。內需方面，企業營運穩健帶動股市財富效果持續挹注消費動能；投資方面，與前述外需仍強的原因一致，且企業為維持競爭優勢而強化研發能量，持續在質、量上都有所提升，推升固定投資。整體而言，預估 2027 年台灣 GDP 成長雖有一定程度放緩，仍將成長 5.8%。

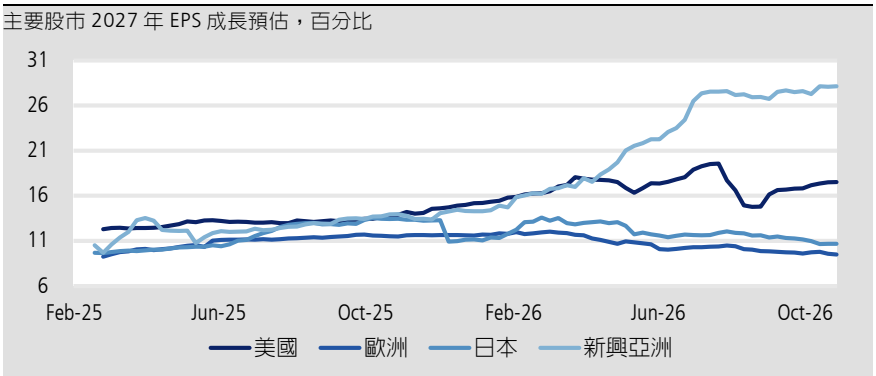
物價方面，雖然在 2 月底發生美伊衝突導致油價大升，但物價穩定措施降低相關衝擊，讓物價漲幅尚可控；下半年物價遲滯效果開始發酵、加上薪資提升對服務類漲勢的推升，預估 2026 年全年 CPI 成長率為 2.2%。展望 2027 年，若中東衝突的影響縮減、國際農工原物料價格回穩，預估 CPI 成長率可降至 1.9%的水準。在這個情況下，預估台灣央行在 2026 年底到明年初，具備升息的空間。

股市：具備 AI 題材與否仍是分野關鍵。美股企業獲利預估年增 12.6%，評價仍有下修空間，2027 S&P 500 目標價 8,600，高點在 2Q；風格主軸為增加價值股配置、往品質股靠攏、大型股優於小型股，類股看好電力/電網、綠能、軟體&資安、工業、醫療的製藥&生科與醫材、軍工。歐股獲利動能換手，2027 年先抑後穩、2H 具相對抗跌優勢；日股改革深化提供支撐，獲利放緩限制上行空間；新興亞股獲利增長峰值已現，評價壓力猶存

(1)全球股市：獲利預估分歧，具備 AI 題材與否仍是分野的關鍵；美國仍不錯、新興亞洲更突出，而歐、日相對平淡且下修

相對於經濟，全球股市企業獲利的分歧無疑是較大的。美股與新興亞股這類有 AI 題材支撐的股市，預估獲利仍然有較高的成長；美股雖然較今年有明顯降幅，但獲利仍有 17.5%的年增，新興亞股獲利更有接近 3 成的預期。相反地，日股雖也具備 AI 題材，但近期半導體的劣勢、以及其他類股不怎麼樣的情況下，其 2027 獲利預估面臨雙位數成長保衛戰；歐股雖屢有利多消息，但從今年美伊戰爭對能源價格造成影響以來，股市獲利就在下修，2027 獲利預估基本上也是主要股市中較低者。

圖 33：市場對 2027 年主要股市的獲利預估分歧，美國仍不錯、新興亞洲更突出，而歐、日相對平淡且下修



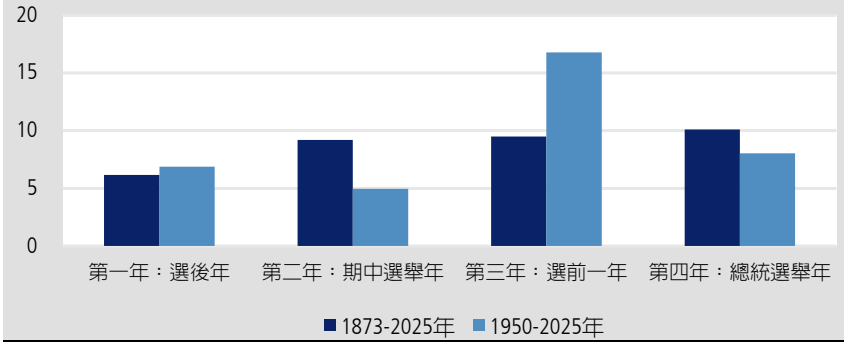
資料來源：Refinitiv；凱基

(2)美股：選舉不確定性去除行情不易發酵，企業獲利將較 2026 降速、全年預估年增 12.6%；評價上留心長端殖利率雖向上空間不大、但仍有一些下修空間。預估 2027 S&P 500 目標價 8,600，高點約在 2Q 出現

期中選舉後的美股，一般會擺脫選前的不確定性，拉出一個漂亮的漲勢；選後一年平均報酬達 18.8%，而且以年度來說，是整個 4 年總統選舉循環中最亮眼的一年。然而，2027 年這樣的效果恐怕不強。首先，這次的期中選舉年股市表現較為非典型，選前因有諸多其他更關鍵的影響因素而不太反應選舉議題本身，所以也不太因這個「選舉不確定性」而下跌；既然如此，選後大概也沒有什麼必然反應不確定性的「去除」而上漲。再者，無論選前或選後，AI 議題還是最大的變數，儘管選後國會兩院民主黨掌握、AI 發展受到掣肘的擔憂加大（財政支出在國會制衡下可能被迫減少，較不利整個經濟也不利 AI 發展），但其明顯超脫單純選舉影響的範圍，因此反映此議題的程度將與選前一樣、超越選舉本身在之後會反應的情況。

圖 34：一般期中選舉後一年的平均報酬是整個 4 年循環中報酬最高者，但這次非典型，恐怕未必如過去般的表現慣例

S&P 500 在總統選舉週期各年度的實質總報酬率，百分比

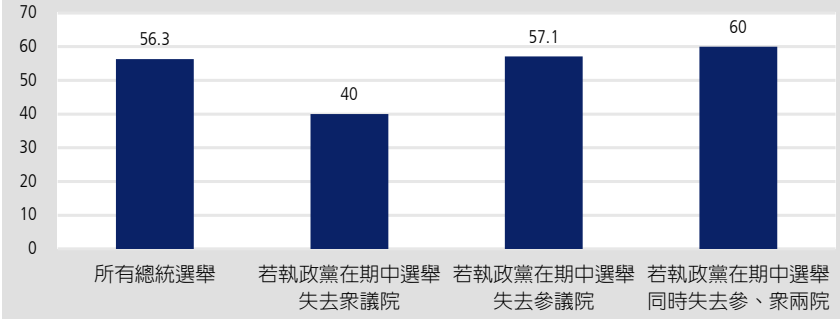


資料來源：Bloomberg；凱基

不過，關於選舉要注意的是，對於股市更長期一點的影響，無須因民主黨在國會兩院掌握多數，就過度推斷市場將要開始反映 2 年後民主黨進一步拿下執政權、與其執政後可能產生大的政策變化的情境。原因是，根據 1900 年以來的統計，執政黨在期中選舉失去國會兩院控制權後，在下一次總統大選時成功連任的機率仍高達 60%，並沒有因此讓連任機率大幅降低；推敲原因，可能是因為當國會制衡的力量過大時，民眾感覺到執政黨施政難度大幅增加，「重新」想起執政黨的正面之處，以及覺得期中選舉是造成這種結果之因，而想讓權力重新再平衡。

圖 35：但期中選舉後的國會的控制權並不預示下一任總統選舉的勝負

美國執政黨在期中選舉失去國會控制權後的總統大選勝率(1900 年-2026 年)，百分比



資料來源：BCA Research；凱基

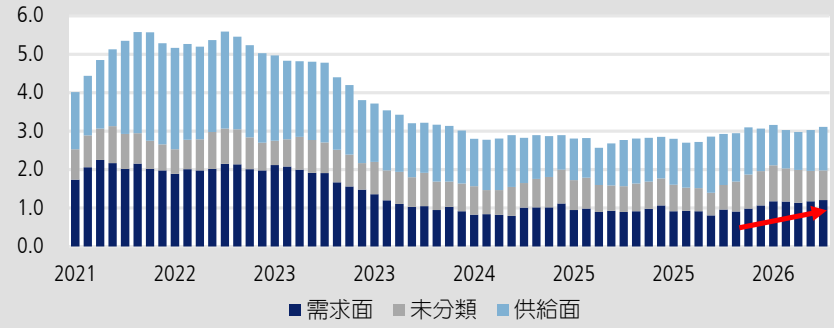
回到股市本身的分析，我們認為 2027 年美股呈現的最大特色應該就是「賺 Beta(整體股市上漲)的時間過去了」。

先從獲利面來看，儘管過去幾個月通膨相較於美伊戰爭前有所升溫，但主要由需求面帶起，則表示景氣不錯、至少比想像中強勁；而儘管 9 月開始長端殖利率一度快速上升，但細究其成分可以發現，主要是因為其中的實質利率自年初起就開始上升、而非通膨預期上升多少。這個正面的景氣訊息是有利於股市，甚至超過殖利率上升對評價的不利影響；也就是說，雖然名目利率上升，但風險貼水反而可能下降而讓整個折現率不提高、因此對評價的影響沒有那麼不利。事實上，排除掉半導體指數，10 月下旬約前 2 個月 S&P 500 僅是震盪而沒有明顯下跌，上述的邏輯是 10 年債殖利率處高位、但股

市表現仍強韌的關鍵。可以進一步說，實質利率上漲對股市不算壞事，尤其是當其尚低於 GDP 成長率時的階段。

圖 36：當通膨由需求面帶動的成分提高，表示景氣不錯

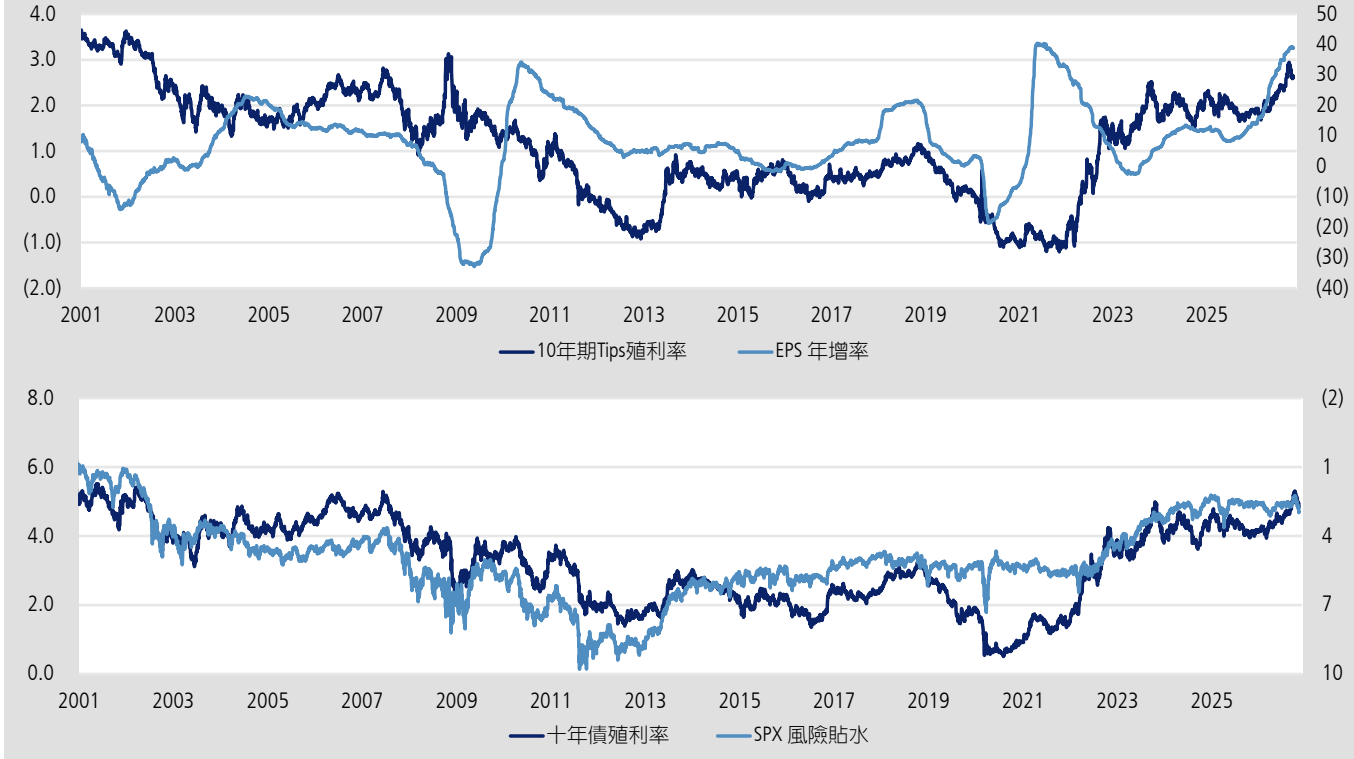
美國 PCE 通膨年增率之供需因素貢獻度，百分比



資料來源：Fed 舊金山分行；凱基整理

圖 37：長端殖利率上升主要由實質利率而非通膨預期推動，則獲利向好的機率大

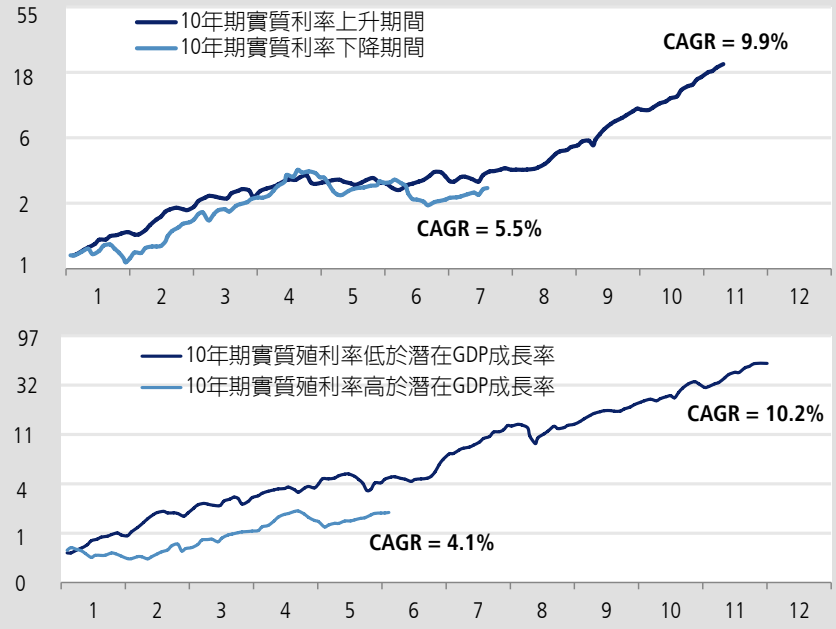
上圖：美國 10 年期 TIPS 殖利率，百分比(左軸)；S&P500 EPS 年增率，百分比(右軸)
下圖：10 年債殖利率，百分比(左軸)；S&P500 風險貼水，百分比(右軸，倒置)



資料來源：Bloomberg、FactSet；凱基

圖 38：這是近月 10 年債殖利率處高位、但股市表現仍強韌的關鍵

上圖：實質利率升降與美股累積報酬，百分比
下圖：實質利率相對潛在 GDP 成長時，美股累積報酬表現，百分比

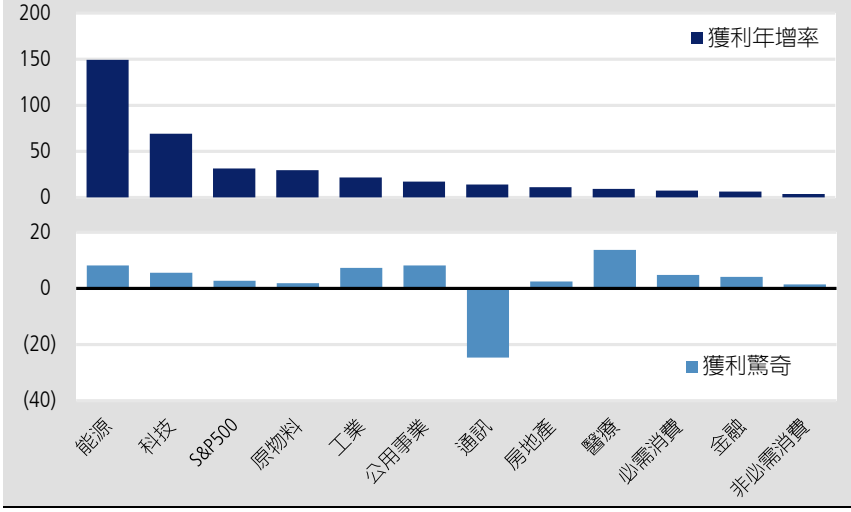


註：這邊的利率升降指的是 10 年債的實質利率(TIPS)
資料來源：Bloomberg；凱基

從近日公布到尾聲的 3Q26 財報來看，獲利表現仍亮眼。S&P 500 預估獲利年增率超過 30%，其中能源、科技更分別有接近 150 與 70%的成長，而後兩者是 AI 股的大宗。儘管企業獲利普遍優於預期，但幅度大幅收斂；根據 FactSet 統計，84%企業每股盈餘優於預期，惟平均優於預期幅度僅 2.7%，低於過去五年平均 7.5%。金融類股持續受惠股票交易、財富管理及淨利息收入成長，惟部分銀行固定收益交易收入下滑，獲利表現亦不如預期，整體財測未呈現一致的樂觀態勢；科技相關企業則受惠 AI 需求，半導體及伺服器供應鏈表現相對強勁，但部分網路服務企業下修業務營收預估。

圖 39：3Q26 能源、原物料、工業與醫療有明顯的獲利正向驚奇，通訊服務意外有負驚奇

上圖：S&P 500 指數 11 類股 3Q26 獲利年增率，百分比
下圖：獲利驚奇比率，百分比

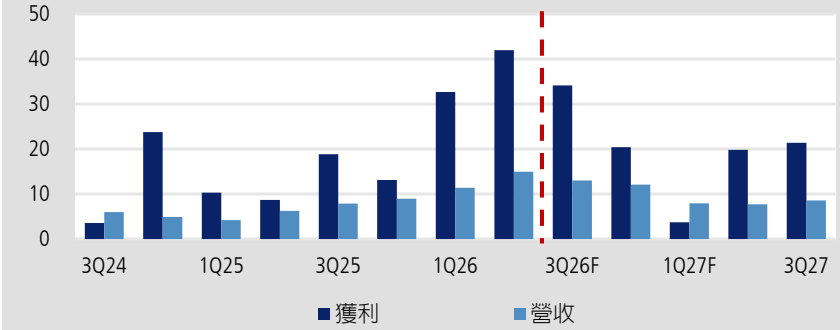


資料來源：FactSet；凱基

而普遍來看，財測並沒有上半年那麼樂觀。今年以來的態勢是 1Q 財報超好、財測也樂觀；但走到 2Q 財報仍不錯、財測就比較保守了。拉長到未來，目前 Bloomberg 的預估提供到 3Q27，獲利從 3Q26 起呈現逐季下降態勢，儘管 2Q27 又有回升，但整個 2027 年獲利要像今年般有如此高速的成長應當屬不易。

圖 40：獲利自 2Q26 起逐季下降，進入 2027 高超速成長較難見

S&P 500 指數 1Q24 至 2Q27 營收與獲利年增率，百分比

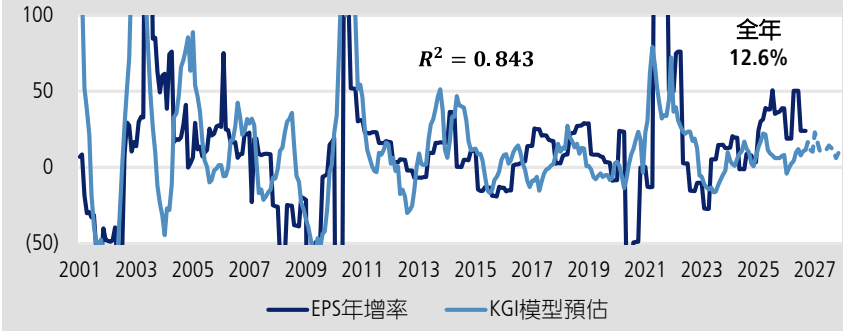


資料來源：Refinitiv；凱基

KGI 模型預估 2027 年美股 S&P 500 獲利年增率為 12.6%，2-3Q 是獲利見頂的時間。2025-26 兩年我們的獲利預估模型都有較明顯低估的狀況（因這兩年都是年初開始就持續上修），但在預期資本支出成長見頂的情況下，2027 年較 2026 獲利成長有不小程度的下滑也應屬合理。

圖 41：預估 2027 年 S&P 500 獲利成長 12.6%，2-3Q 是獲利見頂時間

S&P 500 EPS 年增率、KGI 模型預估，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

至於在評價面部分，要拆解評價面的結構，首先還是先探討一下長端（10 年）殖利率的議題。儘管市場認為財政紀律、通膨、貨幣政策不確定性等等，都是推升長債殖利率上升的因素；因此川普上台後，很可能跟一些前任的共和黨總統一樣，擴大支出又減稅。然而川普第二任上台時，財政赤字與債務占 GDP 比重並未惡化、甚至目前還略有進步；比起前幾任共和黨總統任內財政赤字惡化的情況來說，他是相對節制的。這也是為何儘管 2025 年上台沒多久就有貿易戰推升通膨的擔憂，但一整年下來長端殖利率未見上升；反而在今年初還在討論降息的時機，直到 2 月底美伊戰爭爆發一陣子後殖利率才快速上升。

圖 42：美國債務和財政赤字在川普第二任上台兩年後並未如先前預期的嚴重惡化

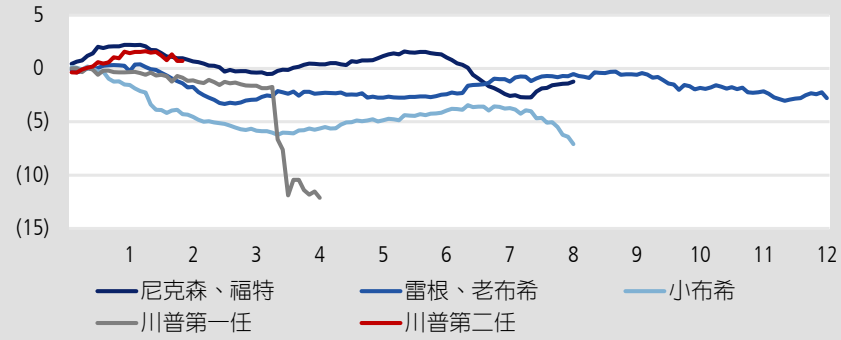
上圖：美國財政赤字佔 GDP 比重，百分比
下圖：美國聯邦政府債務佔 GDP 比重，百分比



資料來源：BEA；凱基

圖 43：相較於前幾任的共和黨總統，川二任上台後這 2 年相對節制

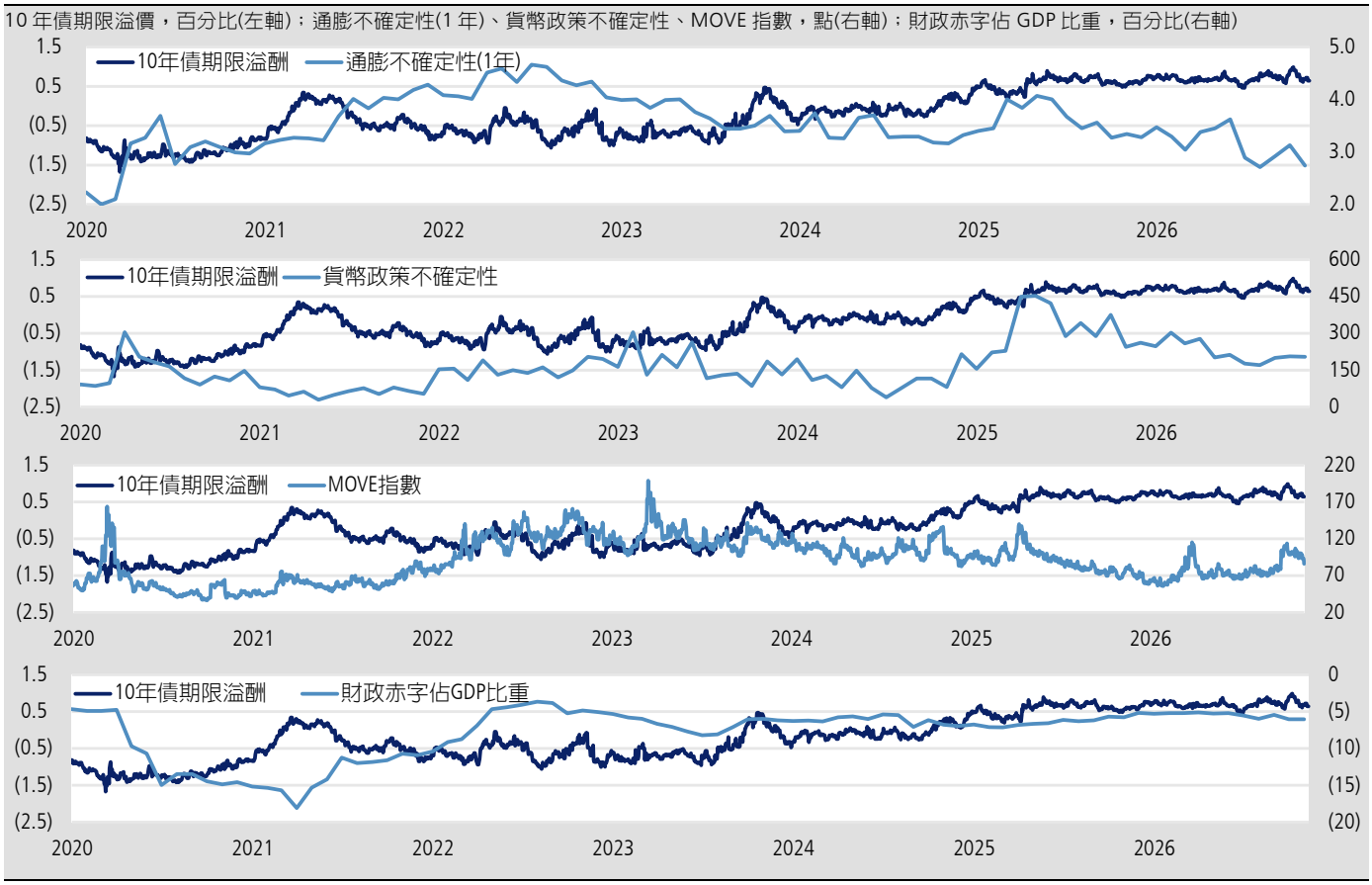
歷任共和黨總統任內財務赤字變化，百分比



註：橫軸為執政月份
資料來源：BEA；凱基

至於未來長債殖利率會怎麼走？或其解構出來的成分中哪個因素影響股市評價最大？今年美伊戰爭以來推升長端殖利率的最重要因素是實質利率上升，對股市影響偏正面（如上所述）；但 9 月以來上升主要受到期限溢價的推升，而這一點一般來說對股市是較為不利的。期限溢價會受到通膨、貨幣政策不確定性、財政赤字甚至 MOVE 指數的影響；推演到 10 年債殖利率，當 10 年債殖利率因反映通膨壓力或經濟變差而與政策利率差距縮小時，就不會是好事，股市也會承壓。也就是說，若未來殖利率上升，我們要關心是否是期限溢價上升的原因；而若殖利率開始下降，我們則要留心是否是景氣轉差的因素。上面兩種情境皆對股市偏空，但並非我們的基礎情境，我們認為 2027 年 10 年債殖利率向上空間不大，向下空間則可能要等到 2Q27 之後比較有機會。

圖 44：10 年債期限溢價仍是這波 10 年債上升的主因，未來也受通膨不確定性與財政赤字的影響



資料來源：Bloomberg；凱基

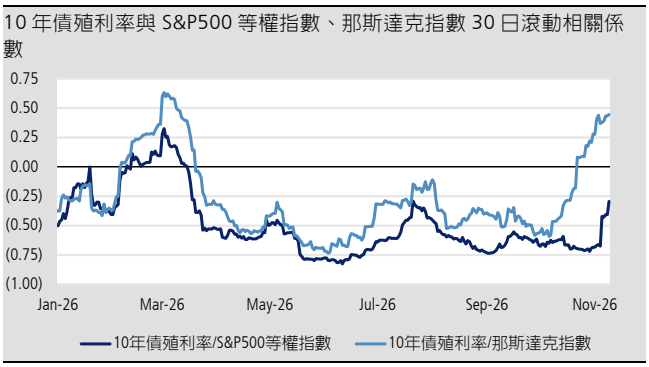
不過，儘管市場過去一直認為殖利率對評價的影響很大，但進入 3Q 末 4Q 初之時，其對評價的影響程度似乎在縮減，反而 AI 本身的疑慮所推升的風險貼水，影響評價的程度更高；這一點可由 10 債殖利率與原油、Nasdaq 指數的相關性（無論正負）都較以前不明顯可看出。

圖 45：10 年債殖利率與原油價格的相關係數在進入 10 月後明顯降低



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 46：同時間 10 年債殖利率與 Nasdaq 指數呈現正相關，顯示科技股的下跌在這段時間受殖利率影響的程度不大，股價更反應的是對 AI 的擔憂



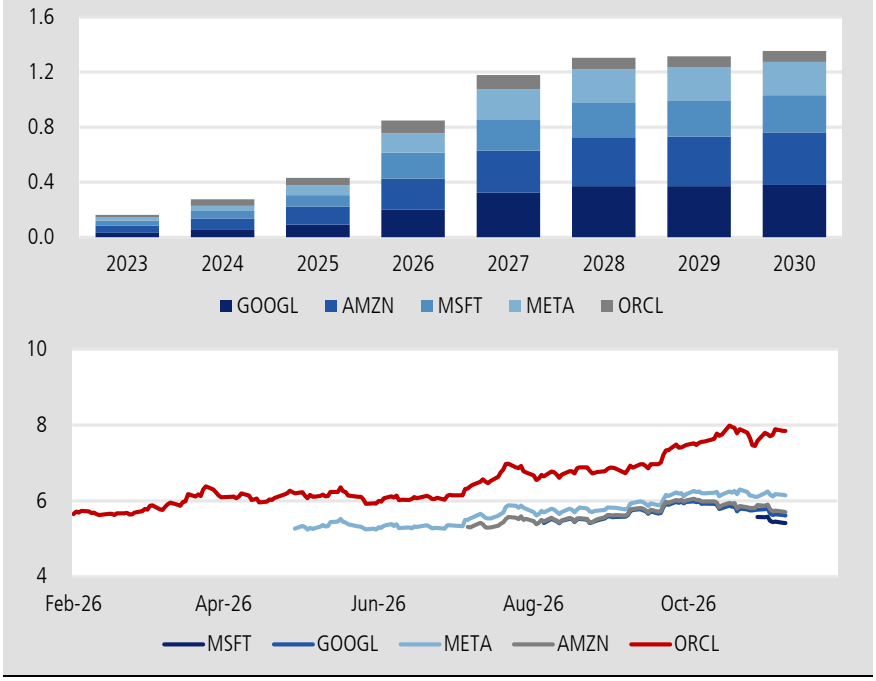
資料來源：Bloomberg；凱基

造成 AI 懷疑的根源仍在對這些 AI 科技公司資本支出是否有後續長線的需求作為支撐。資本支出預估一直到 2027 年都還處於高檔，但市場想知道再晚些時刻還有足夠的需求嗎？綜觀這幾年 AI 的發展，前幾年需求爬升的速度很驚人，因此相關公司競相擴大資本支出來因應；然而從 4Q25 開始，市場發現企業自由現金流降太快、大家開始擔憂這個需求的強韌度如何，於是若未來砍資本支出時，市場會認為這是自證需求沒那麼強的證據。

一旦整個高速成長的期間較預期短，必然造成評價下修，而評價下修會進一步讓信用條件收緊，導致企業被迫優先去除槓桿，最終造成股價與資本支出都下修的惡性循環。這樣的懷疑導致 CSP 大廠在發債的時候成本居高不下；因市場對過於樂觀的論述未必買單，要求更高的殖利率作為補償。

圖 47：2025 起 CSP 的資本支出大增，發債需求上升也讓殖利率往上墊

上圖：CSP 各年度 Capex，兆美金
下圖：CSP10 年公司債殖利率，百分比



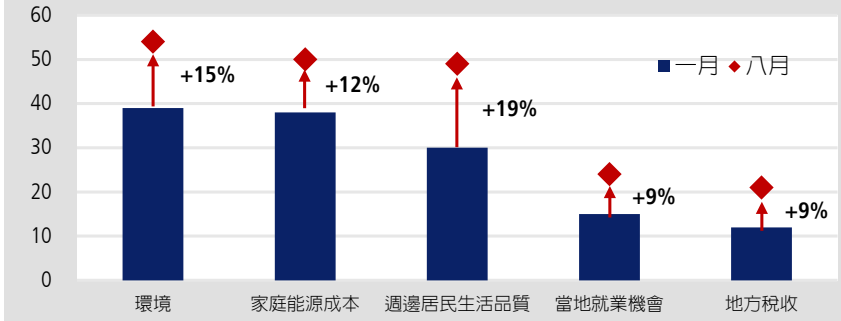
資料來源：Bloomberg；凱基

期中選舉後，這樣的擔憂又延伸到另一個層次，對資料中心建置的態度。選前美國的選民、特別是鄉村的選民，就已經在調查中表態對資料中心建置在當地的厭惡，包括其對環境的影響、家庭能源成本上升等等，擔憂的比重都超過 50%（而整體反對資料中心的鄉村居民在某些調查中甚至高達近 8 成）。而在選後一些剛當選的民主黨州長，包括德州的 Gina Hinojosa、喬治亞州的 Keisha Lance Bottoms、密西根州的 Jocelyn Benson、俄亥俄州的 Amy Acton、新墨西哥州 Deb Haaland 等對資料中心都有較負面的表態（包括明確支持停建、要求嚴格導致成本大幅提高等），而這五州占美國已規劃資料中心建案容量超過 50%。唯我們認為發展 AI 是美中對抗格局下的大戰略，且科技公司大本營加州是民主黨的票倉，因此不太可能全面性地反對 AI

發展，但各方面的限制加強導致成本上升的確是可能的，特別是在當前的政治氛圍下。

圖 48：美國鄉村地區對資料中心在當地建置頗為厭惡

美國民眾對資料中心負面影響的層面看法，百分比



資料來源：PEW Research Center；凱基

圖 49：美國期中選舉後新當選州長的資料中心態度

新當選州長及負面表態	州議會牽制力	資料中心建置預期影響	金融市場可能反應
德州 Gina Hinojosa（D）：主張暫停新案核准，直到完成保障電價、水資源及地方參與的立法。	中高：眾院D、參院R；參院可阻擋新法，但較難阻止行政審批措施。	高風險 新案可能延後；已施工項目較不受影響。	AI基建、獨立機房及德州電力股承壓；跨州轉單效應上升。
喬治亞 Keisha Lance Bottoms（D）：主張暫停州新建工程，重新審視成本分攤。	中等：眾院D、參院R；但公用事業委員會PSC轉為D占3/5，監管更嚴。	高風險 Atlanta新案及供電擴建審查可能放慢。	Southern Company（SO）等電力股的負載成長預期可能下修。
密西根 Jocelyn Benson（D）：主張新案暫停，直到水、電、土地及社區保障規則建立。	低：州議會兩院均D，較易推動立法。	高風險 新增案可能暫停，部分案場需重新規劃。	區域機房開發商、電力需求成長預期受壓。
俄亥俄 Amy Acton（D）：支持附條件暫停，要求業者負擔全部公用設施成本、使用工會勞工。	高：州議會兩院R，可阻擋全面停建法案。	中高風險 大型AI園區可能延誤，但全面停建較難落實。	Nvidia相關AI基建與電力設備訂單可能遭重新評價。
新墨西哥 Deb Haaland（D）：計畫以行政命令暫停大型新案，要求自備再生能源及節水設備。	低：州議會兩院均D。	中高風險 大型新案限制較明確，但該州市場規模較小。	個別開發商受影響，全美市場衝擊有限。
威斯康辛 David Crowley（D）：支持延續環評期間的暫停，檢討資料中心租稅優惠。	低：兩院關鍵D，形成完全執政。	中等風險 並非禁建，主要是成本與投報率惡化。	高度依賴租稅優惠的新案估值承壓。
內華達 Aaron Ford（D）：暫停新增稅減免，要求自備電力、負擔電網成本及限制淡水使用。	低：兩院均D，政策推動阻力小。	中等風險 並非禁建，主要是成本與投報率惡化。	高度依賴租稅優惠的新案估值承壓
愛荷華 Rob Sand（D）：要求取消資料中心租稅優惠、全額負擔基建成本。	高：兩院均R，但取消補貼具有跨黨支持。	中等風險 成本提高，部分新案可能轉往其他州。	影響新案報酬率，對全美AI產業衝擊較小。
科羅拉多 Phil Weiser（D）：要求自備電力或負擔新增電網成本，強化資訊揭露。	低：兩院均D。	中低風險 許可條件轉嚴，但沒有全面停建主張。	成本增加，但需綠投資需求仍可望受惠。
阿拉巴馬 Tommy Tuberville（R）：反對資料中心稅務優惠，要求支付全部電力及水資源成本。	中等：兩院均R，但同黨未必同意所有限制。	中低風險 仍歡迎建設，主要影響開發經濟性。	租稅優惠縮減不利部分專案，但負面情緒有限。

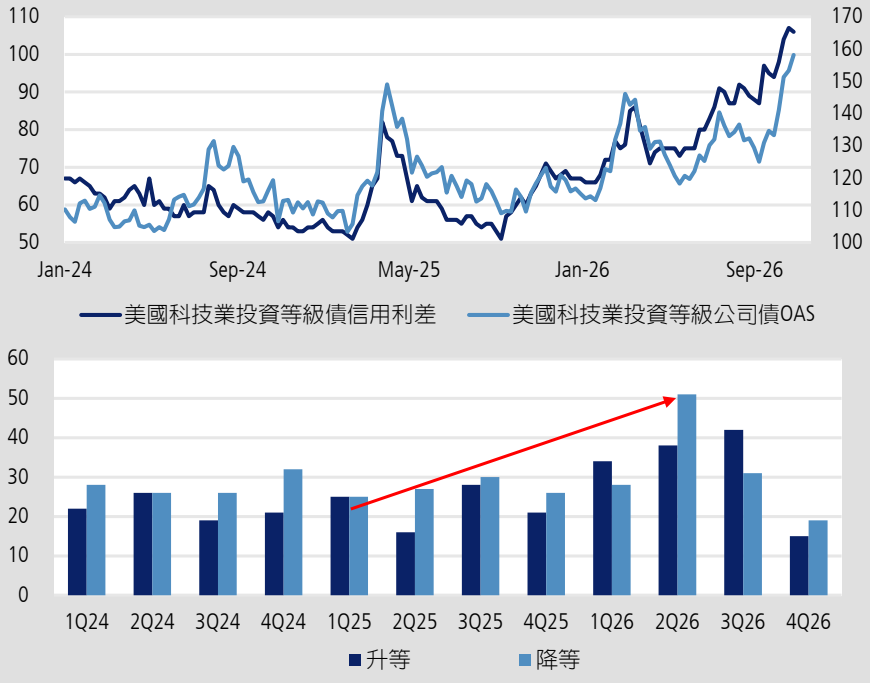
資料來源：NCSL、路透社、AP、Data Center Scouts；凱基

也就是說，市場對 AI 企業既有資本支出是否值得/需要的擔憂、也有資本支出能否如期、按原定預算執行等供需兩方面問題，這股壓力反映在近期費半與 AI 題材相關族群並不意外。再加上過去一年半以來科技股大量發債、且此趨勢到明年都還會持續；發債成本、信用利差普遍拉高，對 AI 族群乃至整個大盤的評價，必然造成壓力。進一步說，當信用利差與利率上升，企業營運成本也提高，此將導致股市風險貼水上升，一樣對評價造成壓力；這一點可由今年以來，泛科技股、也是 AI 題材最充足的三個類股：科技、通訊服務、非必需消費的評價收縮幅度最明顯，P/E 倍數下降皆超過 5 可看出。

圖 50：科技公司發債成本普遍拉高，對其評價肯定造成壓力

上圖：美國科技業投資等級債信用利差，基點(左軸)；美國科技業投資等級公司債 OAS，基點(右軸)

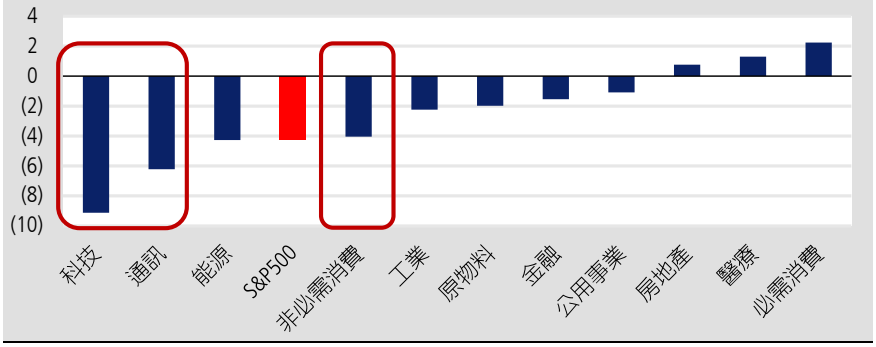
下圖：美國科技業升、降評家數，個



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 51：三個最 AI 題材的類股評價下修尤其多

S&P 500 各類股年初至今未來 12 個月本益比變動，倍

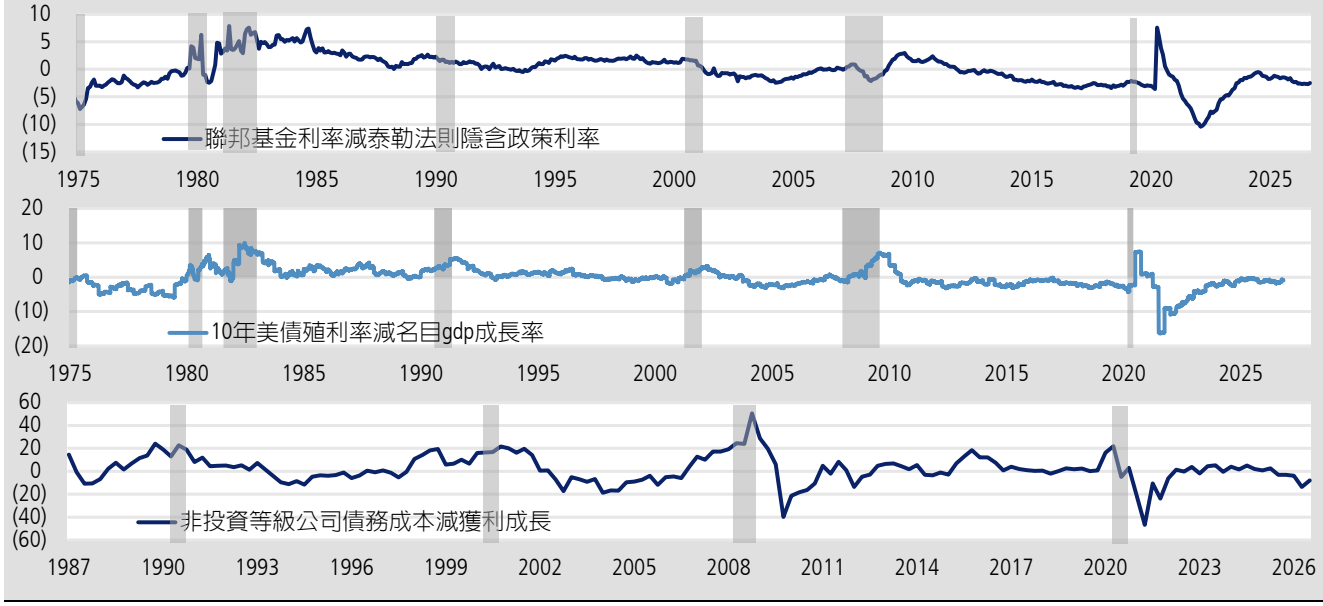


資料來源：FactSet；凱基

再從籌碼的角度來說，我們認為整體資金依然是寬鬆的。無論從貨幣政策利率與泰勒法則隱含政策利率的差距(<0，表示政策利率尚屬寬鬆)、10 年債殖利率與名目 GDP 的差距(<0，表示經濟運作的成本並未高過收入)、甚至是非投資等級公司債務成本與企業獲利成長的差距(<0，表示債務成本增速低於獲利成長)，皆顯示整體資金環境還稱不上緊。

圖 52：整體來說資金依然是寬鬆的

上圖：聯邦資金利率減泰勒法則隱含政策利率，點
中圖：10 年期美債殖利率減名目 GDP 成長率，點
下圖：高收益債券融資成本減企業利潤率，點



註：陰影區域表 NBER 定義的美國經濟衰退期間
資料來源：FactSet；凱基

至於市場另一個關注的 IPO 熱潮吸納市場原本資金的議題，確實可能在一定程度上影響大盤走勢。一般而言，若 IPO 規模大、且當時資金偏緊，則股價的確比較容易下跌。有趣的是，當大盤有良好表現一段時間後，會推動 IPO 活動趨於熱絡；然而當一個個案子慢慢上市的階段，評價卻會開始承壓、且 IPO 規模越大對評價的利空就更明顯。

圖 53：如果 IPO 多、且資金是緊的，那股價的確比較容易下跌

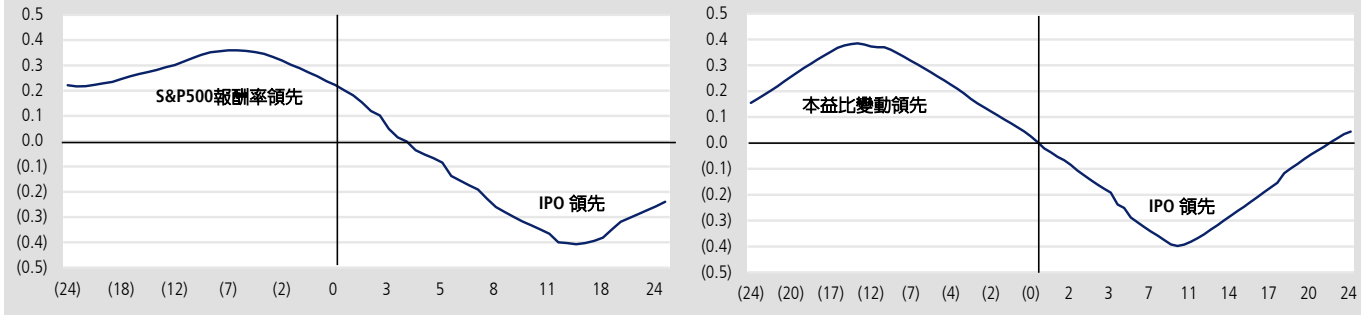
上圖：過去 12 個月 IPO 實質總市值，兆美元(左軸)；高盛金融情勢指數，點(右軸，倒置)
下圖：S&P500，點



資料來源：Bloomberg、Factset、Goldman Sachs; 凱基

圖 54：強勁的市場表現會提前推動 IPO，而 IPO 卻成為評價的壓力

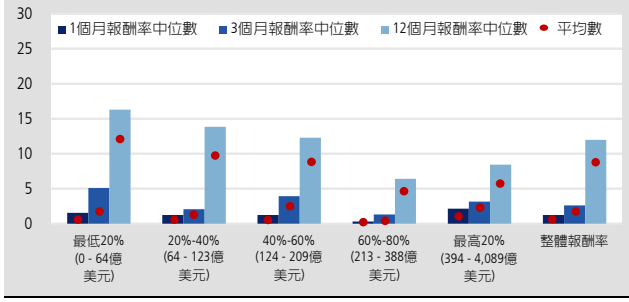
左圖：IPO 實質市場價值與 S&P500 12 個月報酬率之相關性；右圖：IPO 實質市值與 S&P500 12 個月本益比變動之相關性



資料來源：Bloomberg、BCA Research；凱基

圖 55：IPO 規模越大對大盤影響越負面的趨勢

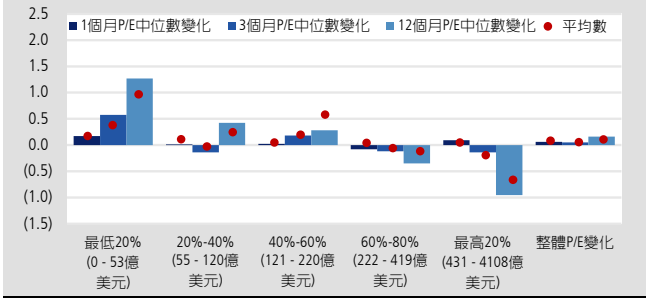
IPO 後 S&P500 未來報酬率，百分比



資料來源：FactSet；凱基

圖 56：鉅額 IPO 發行對評價的影響更為明顯

IPO 後 S&P500 預期本益比變動，點

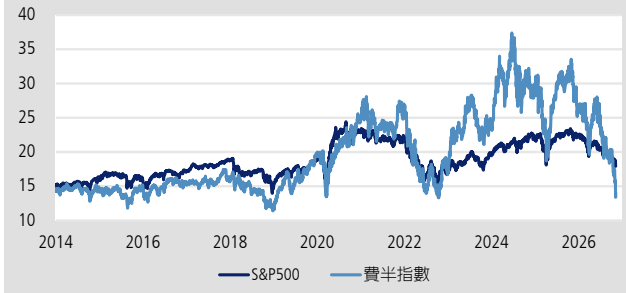


資料來源：FactSet；凱基

整體而言，股市評價面的問題相較於獲利面仍相對大，但這個問題已在緩解之中；我們預估 2027 年評價仍有一些收縮空間，但這個幅度在我們預期的情境下不會很大。據此，我們預估 2027 S&P 500 目標價為 8,600 點，高點發生在 2Q，至於 3Q 預期會開始反應 2028 年資本支出無法再高速成長的情境而下修，至 4Q 回穩。

圖 57：從 3Q25 以來的高點來看，S&P 500 的 P/E 其實已經修正很多，費半預估 P/E 更跌回 GAI 問世前左右的水準

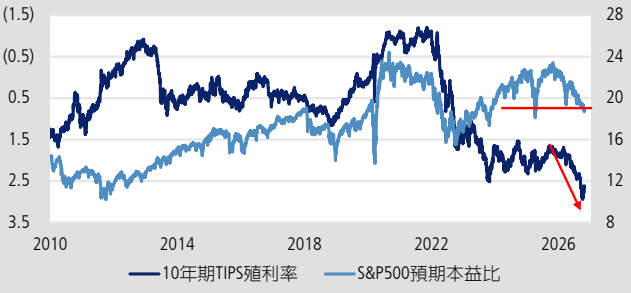
S&P 500、費半指數預估本益比，倍



資料來源：FactSet；凱基

圖 58：且實質利率的上升對評價的影響相對沒那麼負面

10 年期 TIPS 殖利率，百分比(左軸，倒置)；S&P 預期本益比，倍(右軸)



資料來源：FactSet；凱基

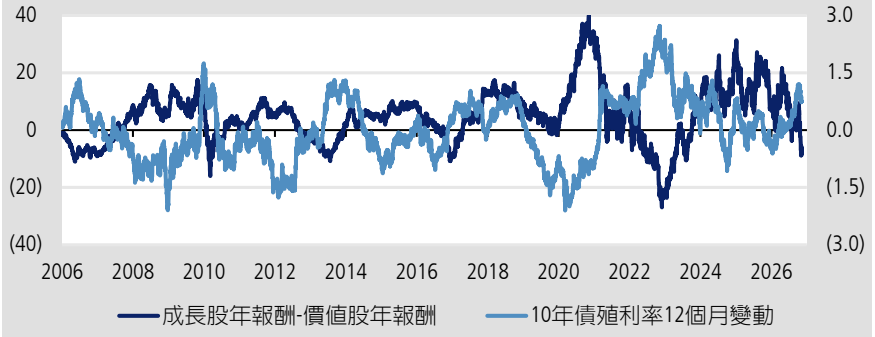
(3)美股類股：風格上主軸為增加價值股配置、往品質股靠攏、大型股優於小型股；類股部份 AI 題材需更 selective，看好電力/電網、綠能、應用端的軟體&資安、外溢受惠的工業(實體 AI)與醫療的製藥&生科與醫材、民主黨國會當前也會支持的軍工

從風格上來說，我們認為 2027 年的美股將有三個主軸：價值股相對於成長股的表現機會、往品質股靠攏、大型股優於小型股。

先從第一點說起。當前市場利率仍處一個相對高檔的水準，過往利率上升時價值股優於成長股、因成長股對高利率較為敏感的特性，將可能重新發揮作用。過去幾年 AI 這個成長股為主的題材（還有疫情時期）太過強勢，而蒙蔽了上述利率變化應造成相對有利價值股的這個特性；但當未來 AI 成長股的相對優越性如我們前面預期而減弱，加上市場在實質利率走高（如前述分析）的情況下有利價值股（循環股多屬之）的特性，風格上未來較往價值股輪動也屬合理。

圖 59：利率上升時，價值股優於成長股的 old wisdom 有機會重新成立

上圖：成長股扣除價值股 12 個月報酬率，百分比(左軸)；10 年債殖利率 12 個月變動，百分比(右軸)

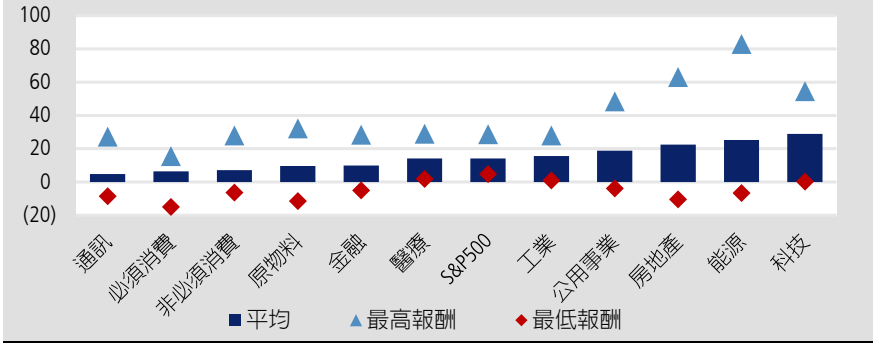


資料來源：Blooomberg；凱基

事實上，這一點由升息循環時表現較佳的類股也可看出端倪。1990 年有統計以來 5 次升息循環的類股表現，科技、能源、公用事業、房地產的平均報酬超越大盤；事實上，若是因為經濟太好的原因，則如能源、房地產等價值股表現好，其實也屬正常。

圖 60：升息若是反應景氣不錯，則能源、房地產在這段時間表現優於大盤也算合理

1994 年至 2023 年間五次升息循環期間各類股表現



資料來源：Blooomberg；凱基

不過，這樣的輪動能否推升明年整個大盤的整體報酬、或維持住今年的報酬率，我們從前面大盤推演的目標點位來說，是比較保守的。一般來說，股市輪動主要可以分為兩種類型：(1)類股輪流有好表現，但沒有好表現的類股表現也不差；(2)在同時間有表現好的類股，但也有表現蠻差的其他類股。我們認為以明年大盤大約低雙位數股價成長的預期下，(2)的情境恐怕機會更大，這一點可由 11 個類股綜合平均相關性在下降可看出。

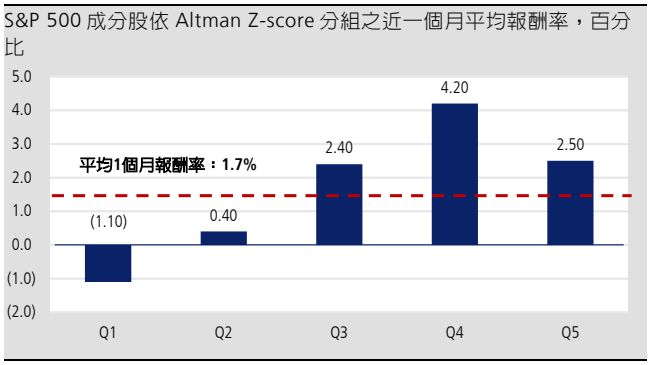
圖 61：S&P 500 11 個類股股價的綜合平均相關係數近期明顯降低



註：採用一年滾動相關係數
資料來源：Bloomberg；凱基

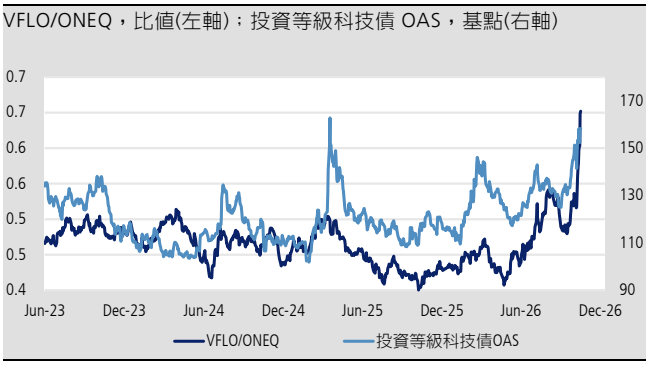
至於第二個主軸：往品質股靠攏。在 AI 高成長疑慮漸增，發債成本、財務穩定度也漸漸被市場關注的時候，即便同樣在 AI 題材打轉，也要挑選獲利成長且穩定度高、負債比低、現金流穩定等財務健全的企業。具體而言，我們以 Altman z-score 中所衡量的指標，包括營收、營業利益、保留盈餘、營運活動現金流（以上佔總資產比率）、負債比等作為依據排序，其中標準化分數較高、財務健全度較高者，股價的確有較好的表現，而這在明年應該是一個重要的方向，例如挑選現金流強勁的 ETF VFLO，近月表現也優於科技股甚多。

圖 62：風格上也要往品質股靠攏、選財務健全度高的公司



註：由低至高分為五組，Q1 代表財務體質最弱，Q5 代表財務品質最強
資料來源: Bloomberg；凱基

圖 63：例如現金流好的公司



註：VFLO 為自由現金流充足企業的 ETF，而 ONEQ 則為那斯達克指數 ETF
資料來源：Bloomberg；凱基

最後一個趨勢：大優於小，事實上可以視為第二點往品質股靠攏的延續。以 AI 各族群為例，GPU 晶片廠與記憶體大廠無論負債比、利息費用占營業利益、自由現金流等都全面改善、財務非常健康；大型 CSP 自由現金流明顯惡化；AI 伺服器公司的負債比小幅上升、自由現金流也明顯惡化為負；LLM 的

負債比、利息費用占比提升；至於 NeoClouds 則甚至在上述三項指標中都出現明顯惡化（此時當市場殖利率水準拉高，對高槓桿的公司影響就更大）。

圖 64：AI 各族群財務狀況差距明顯，GPU 與記憶體最健康，Neoclouds 的財務指標則最差

2022年	記憶體	GPU	CSP	伺服器	LLM	Neoclouds	S&P500
負債比率(D/A,%)	16.90	18.97	29.32	24.08	10.39	18.63	24.31
利息費用/EBIT(%)	3.95	11.47	9.89	20.26	0.52	25.66	N/A
自由現金流(FCF,百萬美金)	2,130,765	(898)	26,021	15,610	(71)	(123)	N/A

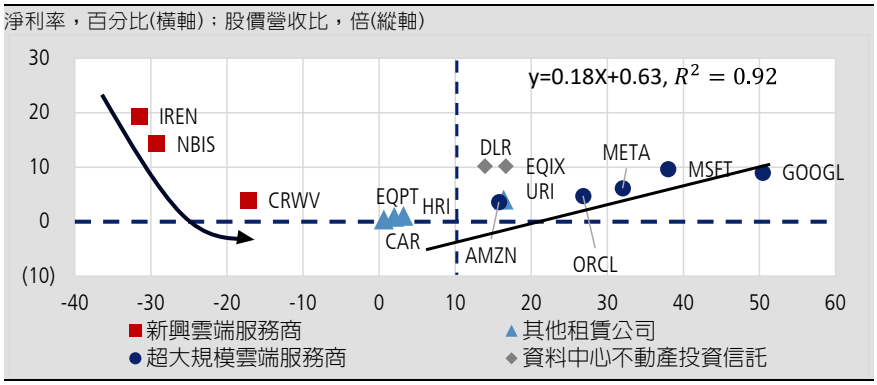
目前	記憶體	GPU	CSP	伺服器	LLM	Neoclouds	S&P500
負債比率(D/A,%)	4.23	14.05	26.54	27.78	16.61	57.93	26.44
利息費用/EBIT(%)	0.35	6.70	7.08	14.09	1.75	N/M	N/A
自由現金流(FCF,百萬美元)	29,151,089	9,136	263	(24,449)	11,673	(2,055)	N/A

註：記憶體(Samsung, SKHY, MU, SNDK, WDC), GPU(NVDA, AMD, INTC), CSP(META, GOOGL, MSFT, AMZN, ORCL), 伺服器(DELL, HPE, SMCI), LLM(META, GOOGL), NeoClouds(CRMV, NBIS, IREN, APLD, WULF, CIFR)

資料來源：Bloomberg；凱基

這邊可以看出，NeoClouds 族群是最危險的，還在賠錢、甚至有些還賠很多，但 P/S 評價卻異常高，甚至高過四大 CSP 業者（當然，某種程度上也是因為大型 CSP 業者還有其他無法被給予高評價的舊業務）。即便投報率是正的，但資金成本過高，還是讓兩者的差距呈現負值；可以說，市場投資這些 NeoClouds 企業，是在為未來快速貶值的資產進行賭注，而這基本上是過去幾個月這些 NeoClouds 企業股價大幅下跌的關鍵。也就是說，這些新興 AI 公司因為品質不夠好，催生了大型股優於小型股的交易。

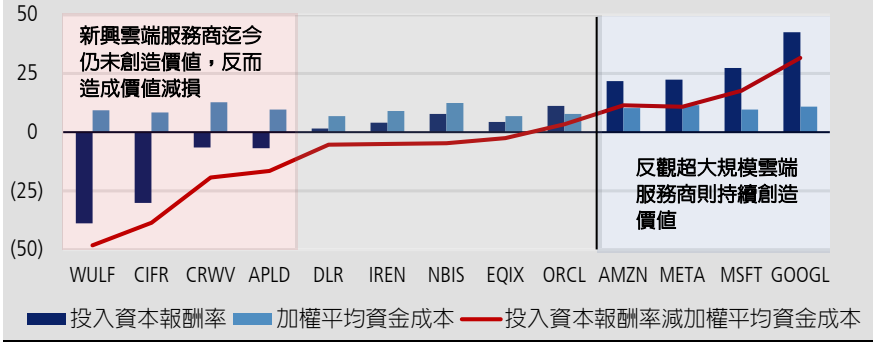
圖 65：許多 NeoClouds 企業還在賠錢，卻享有高到不合理的評價



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 66：市場投資這些 NeoClouds 企業，等同於在為未來快速貶值的資產進行賭注

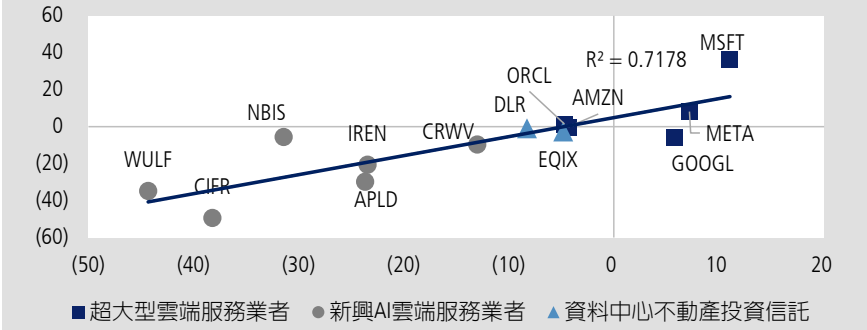
新興雲端服務商投入資本報酬率、加權平均資金成本，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 67：Hyperscalers 的相對優勢，催生了大型股優於小型股的交易

投入資本報酬減加權平均資金成本，百分比(橫軸)；2026/7/15-2026/10/15 三個月股價報酬率，百分比(縱軸)



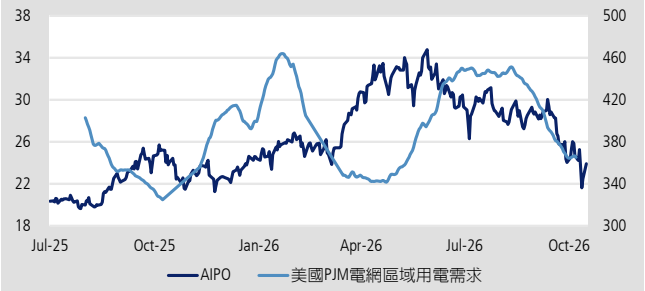
資料來源：Blooomberg；凱基

而在類股方面，至少到明年的上半年，我們對 AI 題材仍有信心，不必因近期的大幅修正而馬上採取偏空的態度。AI 是長線題材，真正風險是過度提前資本化；因長期趨勢不等於高速成長會長期延續，但市場可能已將多年成長預期提前反應於評價與信用擴張。

在這樣的認知下，針對 AI 題材，要更有「選擇性」一點，而且也要注意題材的轉向。在電力、電網這類屬於較全面性而有剛需的類別，我們認為值得投資，因當前電網、輸配電、電力管理及自動化投資仍有結構性缺口；尤其偏好有合約保障的發電與電網資產。此外，在發展的方向上，因民主黨在國會中有機會重新強化綠能這部份，因無論從這是民主黨長期強調的主軸，或 AI 用電需求強、需要更多元來源的角度來說都有其道理。

圖 68：電力、電網這類 AI 題材仍有剛需

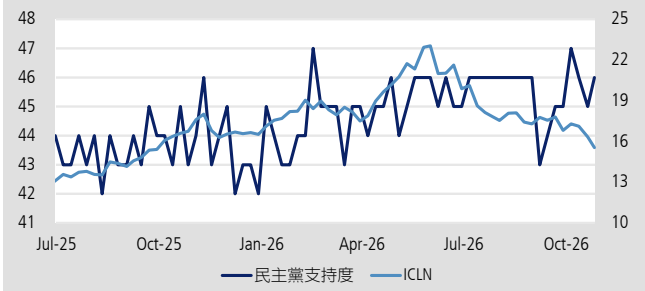
AIPO ETF，點(左軸)；美國 PJM Dominion 區域每日用電量，百萬電度(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 69：民主黨在國會中可能重新強化市場對綠能需求認知

民主黨支持度，百分比(左軸)；ICLN ETF ，點(右軸)

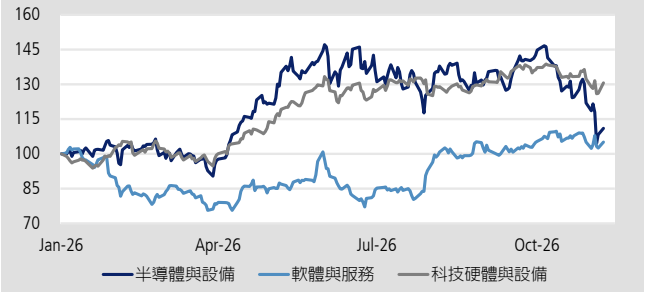


資料來源：Bloomberg；凱基

此外，相較於前幾年是半導體這類「賣鏟子」的表現機會大，我們認為應用端在 2027 年將接棒，軟體方面表現機會變多，而半導體題材的強度則會下降。雖然半導體族群的評價已有明顯修正，但部份公司的信用風險、獲利修正等還待觀察。建議強化軟體在應用端的地位，優先選擇現金流強、可證明 AI 變現能力的軟體、資安股；而半導體則需選擇龍頭股。

圖 70：AI 應用端的表現機會變大，今年以來相對落後的軟體機會將優於半導體

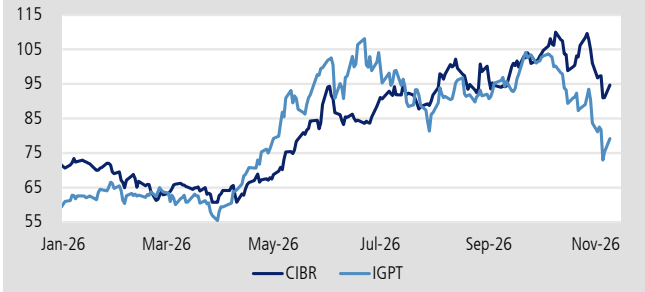
S&P500 半導體與設備、軟體與服務、科技硬體與設備，點(2026/1/1=100)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 71：AI 相關軟體與資安雖也歷經過去 1 個月的修正，但 AI 應用下得題材仍看好

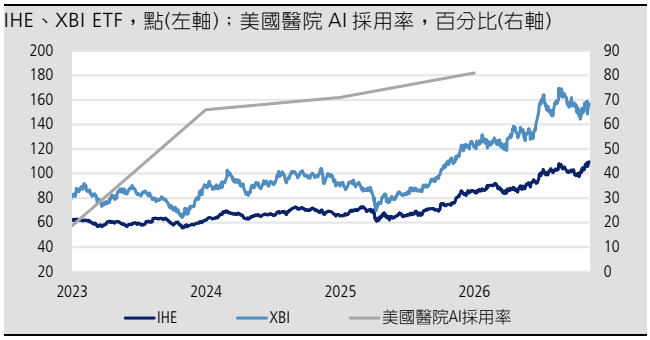
CIBR、IGPT ETF，點



資料來源：Bloomberg；凱基

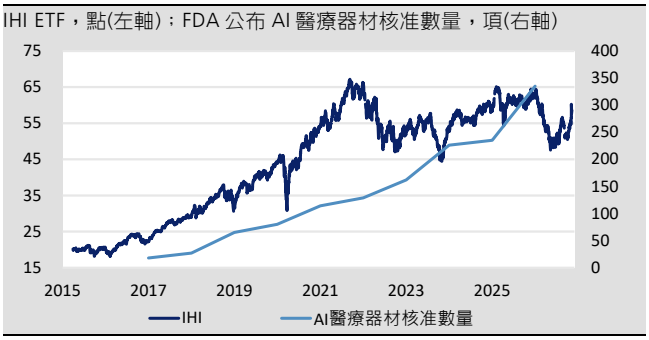
另一個推薦類股的方向則是 AI 應用上的外溢，也就是因為 AI 而能提高生產力或營運效率者，主要包括工業與醫療類股。工業股受惠的包括實體 AI，如人形機器人這種更靠近地端「應用」者，有機會從之前的雷聲大雨點小，變成商用落地能明顯增加；不過，在整個工業大族群中，須排除過度依賴新資料中心開工的資本財（裡面的建築、設備、機械等）業者。此外，醫療也是受惠 AI 應用的代表。因當前的分立政府政治情勢，會降低醫療研究預算遭大幅削減的風險；而醫療類股本身的防禦性需求、獲利修復、生技創新與上述的 AI 應用潛力兼具，特別是若下半年景氣轉弱，將相對更有利。醫療族群我們尤其看好製藥、生命科學工具、優質醫療器材。

圖 72：AI 在醫療上的應用也不容忽視，特別在製藥、生命科學領域



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 73：另外，醫療器材也是整個醫療族群中相對有表現機會者



資料來源：Bloomberg；凱基

最後，軍工/航太國防也是我們認為有表現機會者。儘管民主黨的國會可能會加強預算審查，但其黨派在美中對抗的情勢下，展現出不亞於共和黨過往對國防的支持，將有利軍工股表現。

圖 74：軍工股在民主黨主導的國會下也會有表現機會



資料來源：Bloomberg；凱基

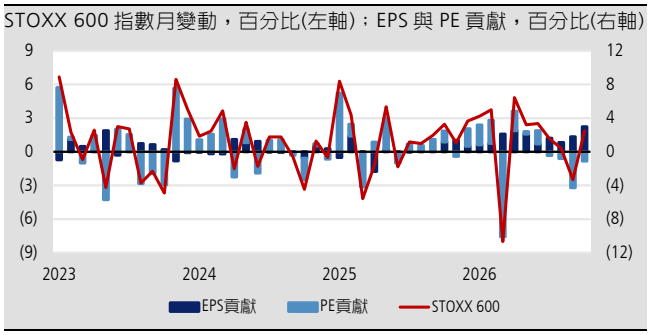
整體而言，隨著經濟成長及 AI 資本支出增速可能在下半年放緩，未來市場更在意企業自由現金流與融資能力，而非單純追逐高成長預期，這是與前幾年最大的不同之處。可以這麼說，2027 年美股的投資主軸，既不是全面放棄 AI，也不是全面轉向防禦，而是從「資本支出驅動」轉向「現金流、資產負債表與投資報酬率驅動」；從 AI 建設走向 AI 應用/變現，也更強調獲利品質檢驗。若要做一個時間軸上的分野，我們認為上半年佈局品質成長股與精挑過的循環股，下半年則更強調品質防禦股與現金牛。

(4)歐股：獲利動能換手，2027 年先抑後穩，下半年具相對抗跌優勢

2026 年歐股面臨能源衝擊與 ECB 轉向升息的逆風，股市上漲動能逐步由 2025 年的評價修復轉向企業獲利。STOXX 600 全年 EPS 預估成長約 18~19%，惟獲利成長主要集中於能源產業，非能源產業表現相對溫和。展望 2027 年，隨能源獲利貢獻減弱，非能源產業能否接棒將成為股市表現的關鍵。

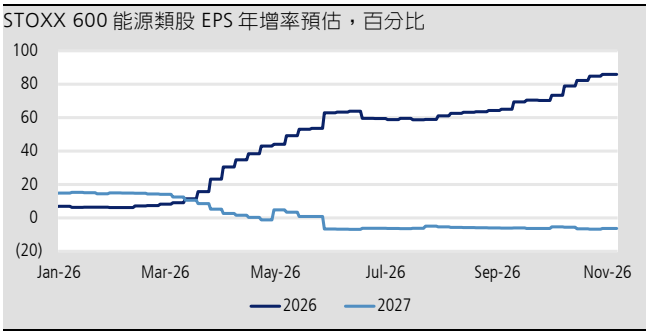
市場預估 2027 年 STOXX 600 EPS 成長約 9～10%，較 2026 年明顯放緩，反映能源高企影響，近期獲利預估亦有所下修。產業方面，銀行與工業有望成為主要獲利支撐。銀行業受惠於利率維持高檔、資本體質穩健及資產品質良好，獲利仍具韌性，惟淨利差再擴張空間有限，近期放款需求亦轉弱，後續獲利上修空間恐受限制；工業方面，國防、電網及電力設備等領域在手訂單充足，有望自 2027 年起逐步轉化為營收與獲利，但 AI 相關設備需求仍面臨資本支出放緩風險。

圖 75：股市上漲動能逐步由評價修復轉向企業獲利



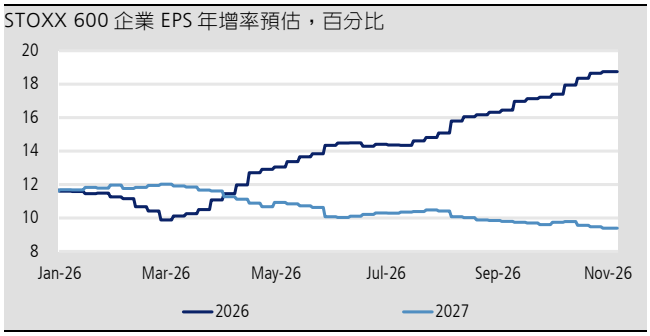
資料來源：LSEG；凱基

圖 76：能源類股 2026 年獲利成長預估大幅上修，但 2027 年轉為負成長



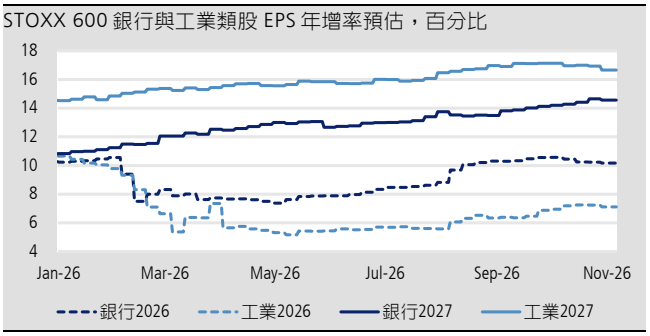
資料來源：LSEG；凱基

圖 77：市場預估 2027 年歐股 EPS 成長較 2026 年明顯放緩，近期獲利預估亦有所下修



資料來源：LSEG；凱基

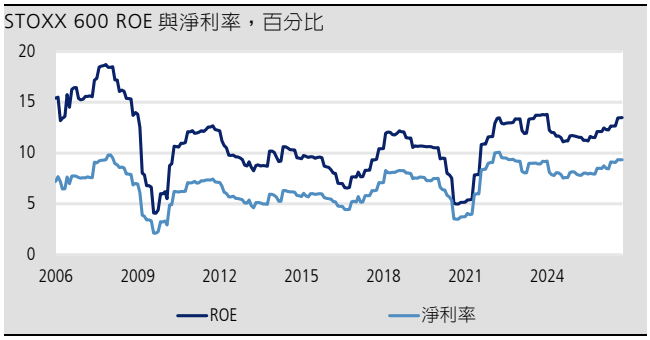
圖 78：歐股銀行與工業 2027 年獲利成長預期皆優於 2026 年



資料來源：LSEG；凱基

除景氣循環因素外，歐股獲利改善亦具備結構性基礎。歐洲企業 ROE 已升至約 13.5%，高於 2010 至 2022 年平均的 9.8%，主要受惠於淨利率與資產周轉率改善，同期財務槓桿維持在近 20 年低檔，並非依賴舉債墊高報酬。同時，ROIC 持續提升，資本支出亦自長期投資不足中逐步復甦，反映企業經營效率與投資動能改善，有助於支撐中長期獲利。

圖 79：歐洲企業 ROE 與淨利率皆明顯改善



資料來源：Bloomberg；凱基

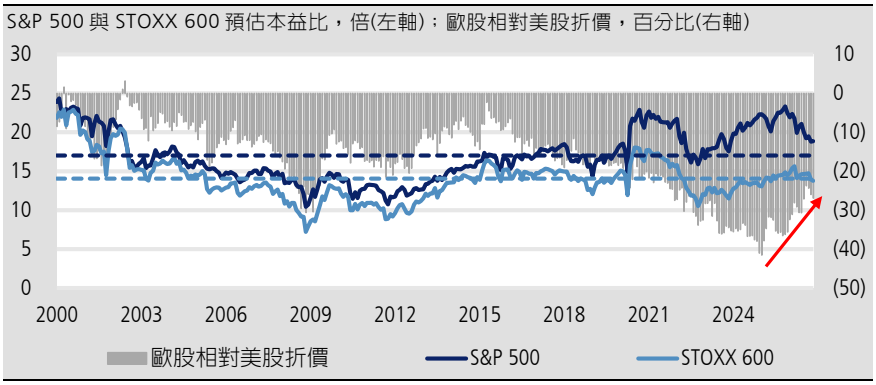
圖 80：財務槓桿維持在近 20 年低檔



資料來源：Bloomberg；凱基

評價方面，STOXX 600 預估本益比約 13.8 倍，相較美股的折價已自 2024 年底的 41%高點收斂至約 27%，進一步評價擴張空間受限。歐盟監管簡化改革(Omnibus)及儲蓄與投資聯盟(SIU)等政策有助於降低企業合規成本、促進資本市場整合，為中長期評價提供支撐，惟政策效益仍需時間發酵，短期難以帶動評價顯著重估。

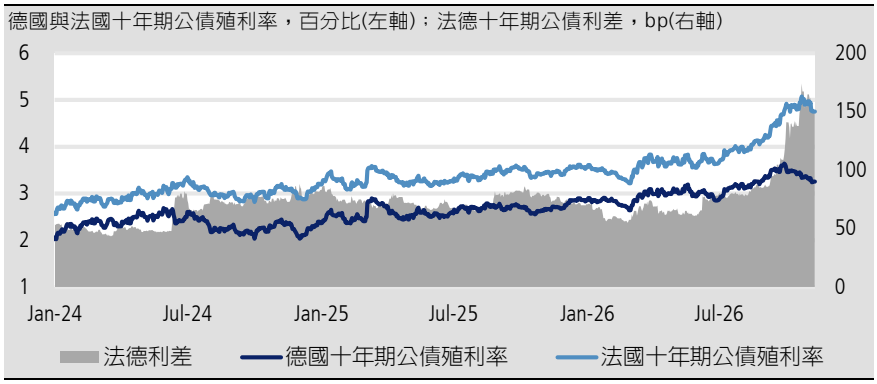
圖 81：歐股相較美股的折價已自 2024 年底的 41%高點收斂至約 27%



註：虛線為 2000 年以來平均預估本益比
資料來源：LSEG；凱基

1H27 歐股壓力集中，除能源價格高檔與升息遞延效應等總經逆風外，4 至 5 月的法國總統大選亦將增添政治不確定性。極右派民調領先，法德 10 年期公債利差一度擴大至 175bp，創 2011 年歐債危機以來新高，反映政治與財政風險升溫。ECB 可透過傳導保護工具(TPI)因應市場失序風險，但啓動須符合特定條件；極右派陣營亦提出削減支出及降低財政赤字的方案，惟政策可行性與執行成效仍具不確定性，難以完全消除市場對法國財政前景的疑慮。相較於上半年有望維持上升趨勢的美股，歐股相對表現預期將落後。

圖 82：法國政治與財政風險升溫，法德公債利差明顯擴大



資料來源：Bloomberg；凱基

2H27 歐股具備相對表現改善的條件：能源壓力緩解、通膨回落及大選不確定性降低。另一方面，AI 資本支出日益仰賴舉債，若投資回報不及預期，高利率環境恐加劇相關股票的評價修正壓力。歐股雖難免受到全球科技股回檔拖累，尤其半導體設備與資料中心相關工業股首當其衝；惟因科技權重低於一成，在 AI 評價修正情境下可望相對抗跌。然而，STOXX 600 約四分之一營收來自美國，美國景氣下半年若放緩，將壓抑歐股絕對漲幅，走勢宜以「回穩」而非「轉強」看待。

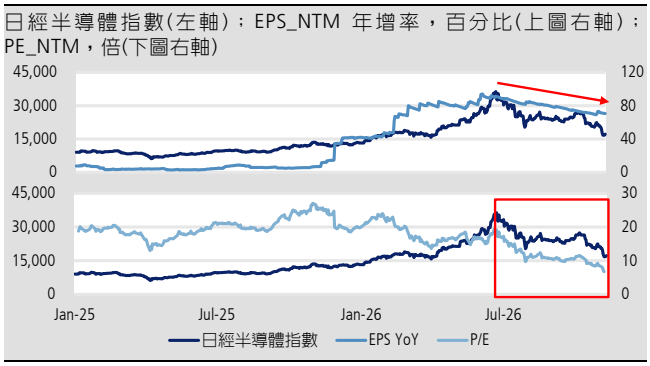
整體而言，凱基認為 2027 年歐股將呈先抑後穩格局，漲幅以獲利成長為主，並於下半年美股及 AI 題材轉弱時展現相對抗跌與分散配置價值。配置上，歐股(EZU)全年給予中立偏加碼評等，建議等待第二季法國大選前後的修正機會，或下半年基本面改善訊號更明確後再行布局。國家方面，偏好受惠國防與基建訂單的德國(EWG)，以及基本面相對領先、金融業占比較高的西班牙(EWP)；法國(EWF)於大選前宜減碼。

(5)日股：改革深化提供支撐，獲利成長放緩限制上行空間

日股 1H26 強勁上漲，日經指數一度站上 7 萬點，TOPIX 亦同步創高，主要受惠於自民黨眾議院選舉大勝、AI 半導體行情，以及企業回購與外資買盤挹注。然而，2H26 半導體股波動加劇，市場對 AI 投資持續性及獲利成長的疑慮升溫，股價漲跌更易受到評價變動影響，近期修正壓力亦明顯升高。

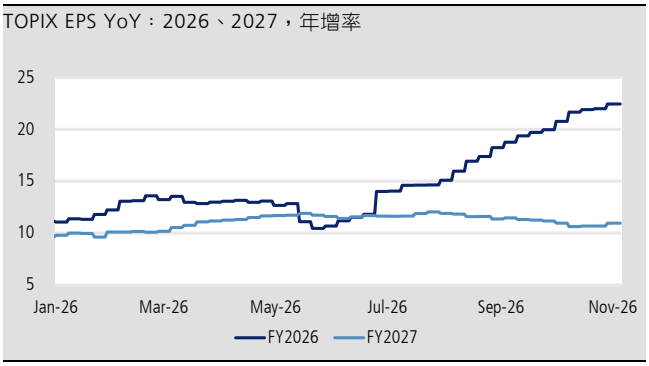
展望 2027 年，日股仍有企業獲利與股東回饋支撐，但預期 FY27 EPS 年增率將較 FY26 明顯放緩。過去十餘年，日企利潤率改善部分受惠日圓貶值及折舊負擔下降，營運效率提升的貢獻相對有限。隨薪資與單位勞動成本持續上升，加上凱基預期日圓 2027 年小幅升值，匯率帶來的獲利助益難再擴大，企業利潤率進一步提升的空間受限，未來獲利成長將更仰賴價格轉嫁與內需改善，股份回購則有助於支撐 EPS 表現。

圖 83：2H26 半導體股價波動加劇，評價變動影響顯著



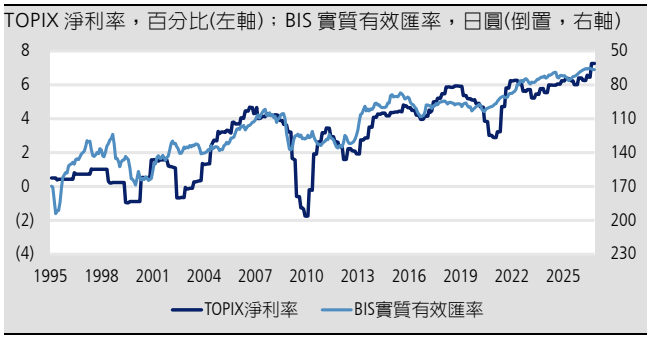
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 84：市場預期 FY27 EPS 年增率將較 FY26 明顯放緩



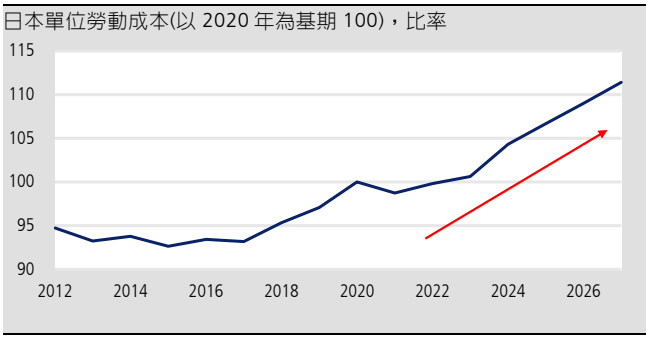
註：FY2026 截止至 2027 年 3 月底，FY2027 截止至 2028 年 3 月底
資料來源：LSEG；凱基

圖 85：日圓對日本企業利潤率影響甚鉅



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 86：日本單位勞動成本持續上升，企業面臨成本壓力



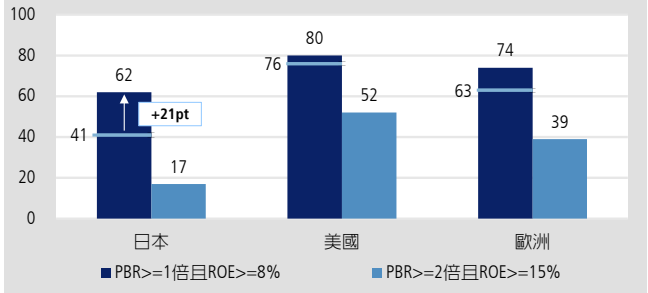
資料來源：DBnomics；凱基

企業改革持續深化，東證推動「重視資本成本與股價的經營」已進入第四年，Prime 市場揭露率達 94%，改革重心逐步由資訊揭露轉向實質改善。日本企業 PBR 與 ROE 雖持續改善，但同時具備較高 PBR 與 ROE 的企業占比仍明顯低於歐美，顯示改革仍有深化空間。2027 年有三項催化因素值得關注：首先，新版公司治理守則強調資本配置與事業組合調整，配合 6 月股東會旺季與 7 月底報告期限，有望加速回購、資產處分與事業重組；其次，新版 TOPIX 將於 10 月重新評估過渡措施個股，強化企業改善流通市值與股票流動性的誘因；最後，股東行動主義持續升溫，訴求由增加股東回饋擴及事業組合調整，並帶動交叉持股縮減與資本效率改善。

然而，改革紅利已部分反映在股價上。企業回購規模已處歷史高檔，未來成長幅度可能趨緩，加上回購宣布對股價的刺激效果逐漸減弱，對大盤的貢獻將更偏向下檔支撐，而非新的上漲動能。此外，日企資本效率改善仍不均衡，股價表現亦隨之分化；東證數據顯示，截至 2026 年 8 月底的過去一年，積極更新或首次揭露改善計畫的 Prime 市場企業股價平均上漲 33%，明顯優於未揭露企業的 1%。2027 年改革題材的投資價值將更取決於實際執行成果，而非單純的低 PBR 或改革承諾，相關機會預期將集中於資本效率持續改善的企業。

圖 87：日本企業資本效率有所改善，但與歐美仍有差距

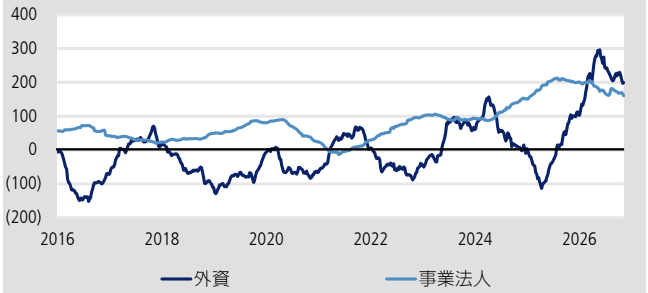
TOPIX 500、S&P 500、STOXX 600 2026 年 8 月各市場符合 PBR 及 ROE 條件的企業佔比，百分比



註：淺藍色橫線為 2022 年 7 月數據；兩組門檻是包含關係而非互斥分類
資料來源：JPX；凱基

圖 88：事業法人買盤維持高檔，近期略有回落

東京和名古屋交易所買賣超(52 週平均)：外資，十億日圓(左軸)；事業法人，十億日圓(右軸)



註：事業法人主要指非金融企業，其股票買賣超包含企業庫藏股回購及其他股票交易
資料來源：Bloomberg；凱基

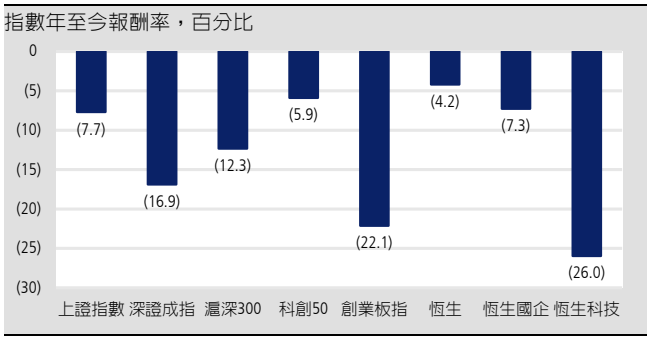
全球 AI 投資需求預期持續擴張，日本半導體企業獲利仍有成長空間，但市場對成長前景已有較高期待，若 AI 投資需求或企業獲利成長不及預期，相關類股仍面臨股價修正壓力。此外，凱基預期美國景氣於 2H27 放緩，將增加日本出口企業的獲利風險，考量日經 225 對科技權值股較為敏感，若半導體行情轉弱，修正壓力可能高於 TOPIX。相較之下，金融股仍受 BoJ 漸進升息支撐，惟升息循環逐步進入後段，加上存款成本可能上升，銀行利差進一步擴張的空間可能受限；內需類股亦有望受惠實質購買力改善，食品消費稅調降若順利實施，配合春鬥持續加薪，亦有助支撐民間消費。不過，內需復甦仍偏溫和，且減稅財源安排尚待釐清，若減稅財源仰賴新增發債，可能推升日本長期公債殖利率並加劇日圓波動，成為 2027 年重要風險。

整體而言，2027 年日股仍有企業獲利與治理改革支撐，但隨獲利成長趨緩、外需放緩及利率上行風險，大盤上漲空間可能受限，日股全年給予中立評等。指數配置上，相對看好 TOPIX(1306.JP)優於日經 225；風格配置則偏好評價相對合理、科技股曝險較低，且受惠治理改革的日本價值股(EWJV)，以降低高評價類股修正風險。產業方面，內需消費有望受惠實質薪資改善與食品減稅政策，可持續關注相關投資機會。

(6)陸港股：經濟脆弱性反映在大盤，獲利增長初見下滑

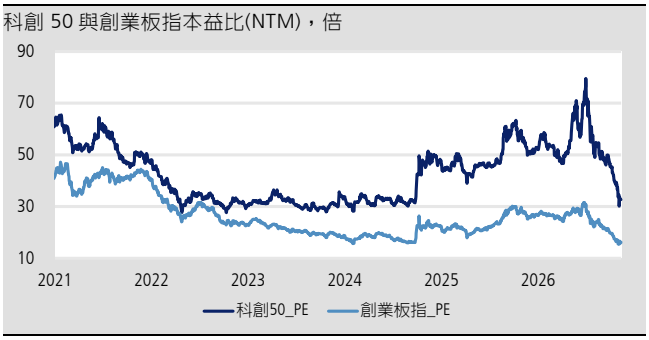
今年以來上證指數下跌 7.7%，不過相對整體指數，科創 50 與創業板指的跌幅更深，兩指數今年的最大回撤分別有 48%與 45%，這樣的重挫除了國際市場開始擔憂 AI 變現能力與增速放緩之外，本身評價過高也是另一個原因，科創 50 年中預估本益比創下歷史新高的 80 倍，市場已經將政府政策預期與 AI 前景完全甚至過度的反映在價格上，當流動性或共識出現變化時，指數的回撤幅度也更深。港股中恆生指數與恆生科技指數的跌幅差異也如同陸股，中港科技股的下跌是本波大盤指數修正的主因。

圖 89：年至今陸港股呈現下跌，而跌幅均集中在 2H26



資料來源：Wind；凱基

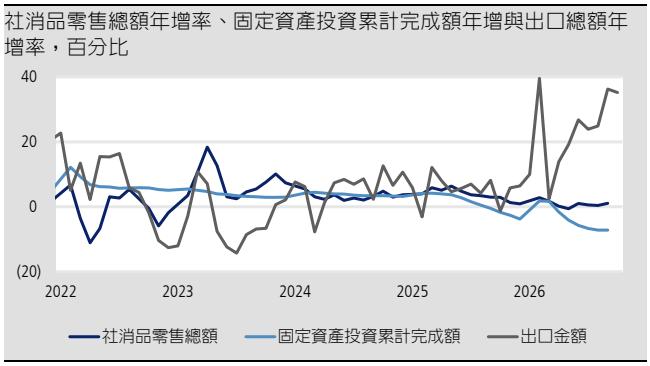
圖 90：政策期待與 AI 樂觀預期使中國科技股本益比衝高



資料來源：Bloomberg；凱基

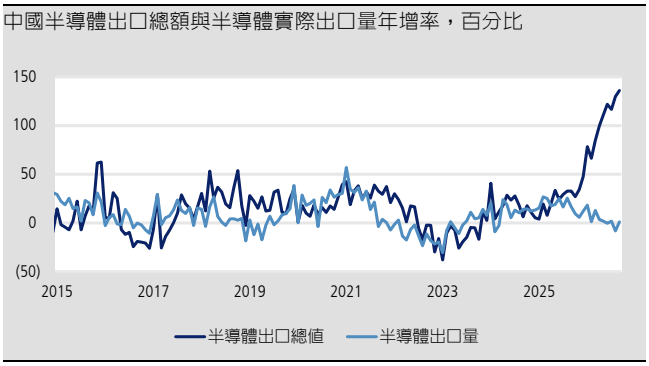
而中國內部經濟的脆弱性也從本輪指數修正中看出端倪，從 2025 年中以來中國經濟的韌性很大一部分來自淨出口，在政府支出平平與消費投資都放緩下，出口成長則繼續維持 20-30%的高速成長，當然很大一部分來自高科技產品、半導體的出口，再者出口值的成長很大一部分是價格的貢獻，也就是說全球半導體報價的上漲是中國淨出口強勁、經濟不至失速下滑的原因，但正是這樣，如果全球 AI 景氣有所鬆動，那中國景氣在內需不足之下也很難維持住，科技類股下跌也將難以透過類股輪動來支撐大盤。

圖 91：2026 年中國經濟依靠出口在支撐



資料來源：Wind；凱基

圖 92：出口以半導體出口帶動，而又以價格的帶動最明顯

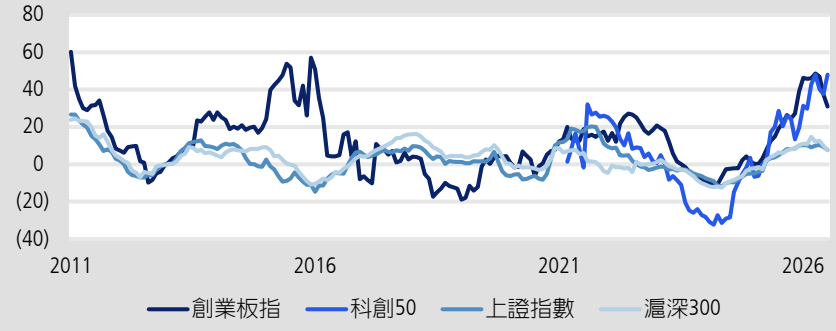


資料來源：Wind；凱基

展望 2027，目前 2026 累計實質 GDP 年增率為 4.6%，符合中國政府設定的 4.5-5.0%目標區間 ，加上去年十五五的政策方針首位本就不是刺激經濟，現階段看中國要提出大規模經濟政策的機率偏低，更可能的是偏向市場流動性與金融市場穩定的措施，但這頂多是提振陸股籌碼。企業獲利方面，上證與滬深指數獲利年增率在 1H26 達至峰值後下半年開始出現放緩，創業板指與科創 50 盈餘增長率也達到頂峰，2027 在全球 AI 進入成長高基期與 Fed 轉向升息的背景之下，獲利成長下行風險將大於上行風險。

圖 93：陸股獲利動能於 2027 年有放緩可能

創業板指、科創 50、上證指數與滬深 300 指數 EPS 年增率(NTM)，百分比



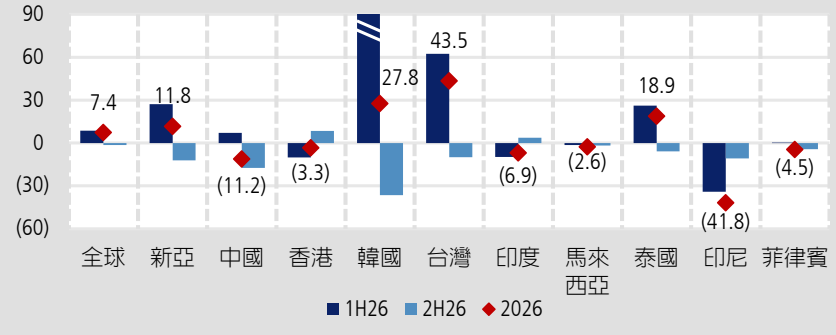
資料來源：Bloomberg；凱基

(7)新興亞股：獲利增長峰值已現，評價壓力猶存

2026 年 MSCI 新興亞洲指數上漲 11.8%，雖然還是比全球指數的+7.4%來得好，不過這樣的漲勢基本集中在 1H26。上半年新興亞股上漲了 27.2%，AI 熱潮與美伊停火備忘錄的簽署讓新興亞股表現強勢，但進入下半年，美伊戰爭、紅海衝突與烏俄戰爭又再次讓能源價格飆升至戰爭剛爆發時的高點，隨著通膨的僵固 Fed 不得不轉向升息，雪上加霜的是，過去高速的獲利成長也慢慢進入高基期，市場對 AI 類股財報的期待不再是超越預期，而是寄望要大幅超越預期，不過財報結果似乎與市場預想的有些落差，在獲利與評價的阻力下，2H26 新興亞股下跌 12.2%，其中韓國 KOSPI 指數的-36%、中國上證指數的-17%，台灣加權指數的-10%為最主要下跌地區，也是 AI 硬體股權重較高的市場。

圖 94：上半年台韓股市表現強勁，但下半年的跌幅也是靠前的

新亞國家大盤指數漲跌幅，百分比



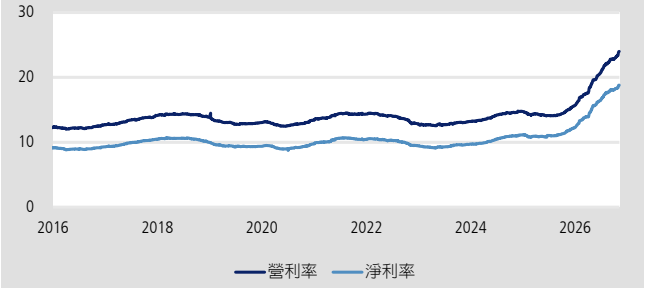
資料來源：Bloomberg；凱基

展望 2027，以基本面的角度來看，新興亞股的獲利結構仍在持續改善，在營益率、EBITDA 獲利率以及淨利率的擴張趨勢沒有改變，AI 需求讓新亞科技企業產品組合朝向更高的附加價值，也說明市場對算力的需求依然處於供不應求。不過凱基認為仍有兩個地方已有所不同，首先是獲利動能，新興亞股獲利年增率已由 2025 年終的 12%升至今年 5 月峰值的 38.3%，隨後便呈現下跌，10 月的增長回到 35.6%，其中以韓國股市的波動最為劇烈；韓股獲利年增率由 2025 年的 15%，攀升至今年 5 月的 103%，隨後下跌至 10 月的 58.8%，預估獲利增長率幾乎遭到腰斬，說明 2027 年要在高基期

下再有更強的成長難度更高了，而這也是我們認為 2027 年新興亞股偏向震盪的主因。第二項因素則偏評價面的壓力，Fed 重啓升息、地緣政治的僵局仍是讓資金較不偏好新亞股票的原因。綜合上述，凱基認為在獲利高基期與評價面的不利影響下，新興亞股要再複製 1H26 的表現較難，偏震盪為主。

圖 95：AI 與新亞獲利結構改善的基本面故事仍在延續

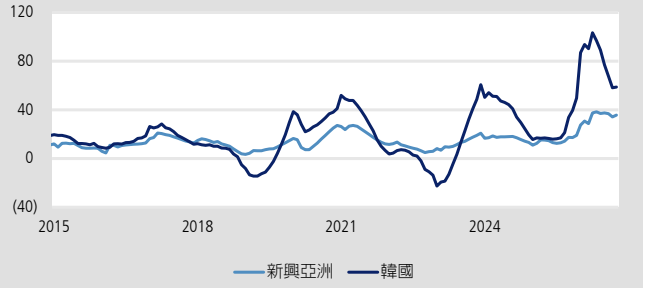
新興亞股營利率、淨利率預估(NTM)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 96：新亞與韓國獲利增長的峰值已經出現

MSCI 新興亞洲與 MSCI 韓國盈餘年增率(NTM)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 97：相較於 1H26，基本面上的 ROE、獲利能力新興亞股都保持良好，差別僅在於韓國市場獲利成長率出現下修

各市場未來 12 個月盈餘預估修正表，美元

國家	成熟	新興	新亞	拉美	歐非中東	中國	韓國	台灣	印度	馬來西亞	泰國	印尼	菲律賓
EPS NTM	281.2	185.9	121.8	310.8	26.1	7.2	589.2	124.6	152.1	38.4	36.6	458.6	122.2
修正率	2.1%	4.4%	5.3%	(4.4%)	0.4%	(0.4%)	11.5%	6.3%	0.9%	(0.1%)	0.9%	0.0%	1.5%
z分數	1.09	1.12	1.30	(1.47)	0.08	(0.30)	0.96	1.42	0.01	(0.32)	0.21	0.01	0.43
EPS 24M	319.7	216.9	143.7	325.4	28.5	8.1	696.4	158.8	175.3	41.2	39.1	501.5	134.3
修正率	1.9%	5.3%	6.4%	(5.3%)	0.5%	(0.2%)	13.2%	6.4%	2.4%	0.4%	0.0%	(0.6%)	2.2%
z分數	0.79	1.36	1.54	(2.09)	0.08	(0.14)	1.15	1.37	1.08	0.16	(0.16)	(0.26)	1.12
EPS修正斜率	(0.2%)	0.9%	1.0%	(0.9%)	0.1%	0.2%	1.7%	0.1%	1.5%	0.5%	(0.9%)	(0.6%)	0.6%
EPS成長率 NTM	14.5%	32.4%	36.0%	5.1%	10.6%	14.0%	59.7%	35.9%	11.6%	5.5%	10.3%	3.5%	6.8%
修正率	(0.8%)	1.5%	1.9%	(3.2%)	(0.5%)	0.7%	2.7%	(0.1%)	0.2%	0.9%	(1.1%)	2.1%	2.0%
z分數	(1.30)	0.57	0.78	(0.92)	(0.09)	0.44	0.25	(0.23)	0.27	0.51	(0.37)	1.01	1.30
EPS長期成長率	14.1%	24.4%	26.7%	5.0%	9.7%	13.6%	37.4%	31.7%	13.2%	6.4%	8.5%	6.7%	8.0%
修正率	(0.3%)	1.2%	1.5%	(2.1%)	(0.0%)	0.4%	2.1%	0.0%	1.0%	0.7%	(1.0%)	0.6%	1.5%
z分數	(1.09)	0.91	1.11	(1.22)	(0.05)	0.53	0.48	(0.41)	1.20	0.79	(0.71)	0.57	1.64
EBITDA 成長率	17.5%	32.0%	36.9%	3.2%	10.1%	17.2%	59.2%	38.9%	7.8%	4.3%	1.2%	#N/A	4.3%
一個月前	17.2%	30.1%	34.7%	6.2%	11.0%	17.3%	55.9%	37.8%	8.3%	6.8%	2.8%	#N/A	2.3%
三個月前	16.2%	31.2%	35.9%	6.9%	15.5%	15.6%	70.4%	35.3%	6.5%	7.8%	5.0%	#N/A	1.7%
ROE	19.20	20.69	20.47	18.82	16.17	11.29	35.79	26.35	14.31	10.66	13.21	16.32	14.45
一個月前	18.91	17.97	19.83	18.49	8.16	11.53	33.00	25.32	14.49	10.70	13.19	16.05	14.43
三個月前	18.39	19.53	18.86	18.57	18.30	11.13	32.12	24.60	13.99	10.63	12.75	15.53	13.75
營利率	20.5%	24.3%	24.0%	22.2%	27.3%	14.0%	43.5%	17.9%	16.4%	26.1%	13.1%	29.4%	32.0%
一個月前	20.1%	23.6%	22.9%	25.4%	27.7%	14.0%	40.8%	17.4%	16.2%	26.0%	13.1%	29.6%	31.3%
三個月前	19.5%	23.0%	22.1%	25.6%	28.1%	13.8%	39.5%	17.0%	15.9%	26.3%	12.9%	27.8%	31.3%
淨利率	15.4%	18.4%	18.8%	14.4%	19.1%	11.2%	34.8%	14.6%	12.2%	18.3%	8.6%	21.5%	22.9%
一個月前	15.2%	17.9%	18.2%	14.5%	19.1%	11.3%	32.7%	14.4%	12.3%	18.4%	8.6%	21.6%	22.8%
三個月前	14.8%	17.4%	17.7%	14.3%	19.1%	11.3%	31.8%	14.2%	12.2%	18.6%	8.3%	20.3%	22.1%
價格	4,760	1,544	1,018	2,785	264	72	1,946	1,864	2,944	514	517	3,428	1,155
12M目標價 Cons.	5,929	2,323	1,569	3,509	311	100	4,227	2,838	3,398	604	637	4,807	1,550
修正率	0.6%	(1.0%)	(0.9%)	(3.5%)	0.0%	(2.6%)	(3.6%)	4.6%	(1.0%)	(1.5%)	(2.9%)	(8.0%)	(1.1%)
z分數	(0.13)	(0.62)	(0.64)	(1.32)	0.00	(0.74)	(0.90)	0.48	(0.95)	(1.29)	(1.46)	(2.56)	(0.84)
Cons.潛在報酬率	24.6%	50.5%	54.1%	26.0%	17.8%	38.4%	117.2%	52.2%	15.4%	17.5%	23.4%	40.2%	34.2%
z分數	1.75	3.86	3.65	0.95	0.87	0.32	5.07	3.45	0.46	1.24	1.38	1.83	1.30

註：(1)指數均採用美元計價之 MSCI 價格指數。(2)修正率為過去 30 日預估指標之變化率。(3)z 分數計算樣本為過去五年之修正率。(4)修正斜率為滾動 24 個月 EPS 預估修正率減去滾動 12 個月 EPS 預估修正率。(24M-NTM)

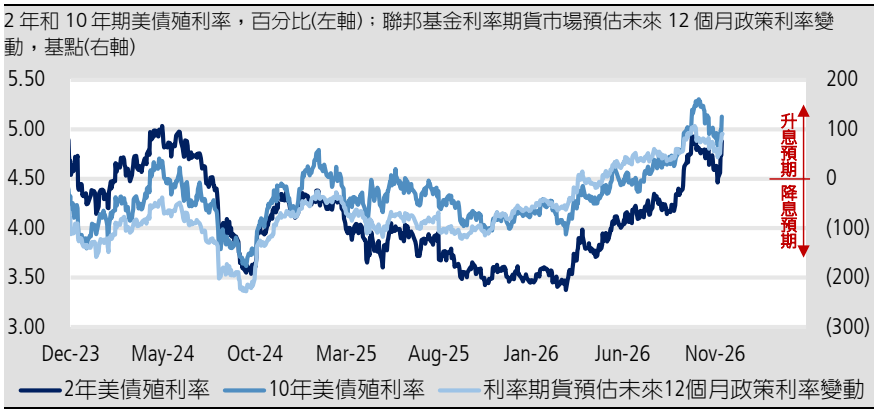
資料來源：Bloomberg；凱基

債市：建議美債可逢 1H27 利率高位佈局並持有至 2H27 美國物價和景氣趨緩時；公司債建議佈局 A/A2 以下至 BBB/Baa2 級以上、產業上建議風險調整後正利差者如銀行、可選消費、公用事業和通訊，以及和科技債相關性較低者，並建議持續避開 CCC/Caa 級以下公司債投資；新興債宜留意高油價和聖嬰現象推升物價壓力，並建議可關注中國和捷克等通膨壓力低、降息循環有望持續之國家債市

(1)美債：建議逢 1H27 利率高位佈局中長天期美債，並持有至 2H27 美國物價壓力和景氣表現趨緩時

今年來各天期美債殖利率均顯著上升，其中以短天期美債殖利率升幅最為顯著，殖利率曲線熊平(bear flattening)，背後主要反應美伊衝突爆發大幅推升美國物價和通膨不確定性，加上今年就業數據好轉，使得貨幣政策立場轉趨緊縮，市場也逐步定價更鷹派的貨幣政策路徑，利率期貨對未來一年之政策利率變動預估由年初降息逾兩碼轉為如今之將升息逾三碼。

圖 98 ：今年來市場由預期降息轉往升息，美債殖利率曲線熊平(bear flattening)

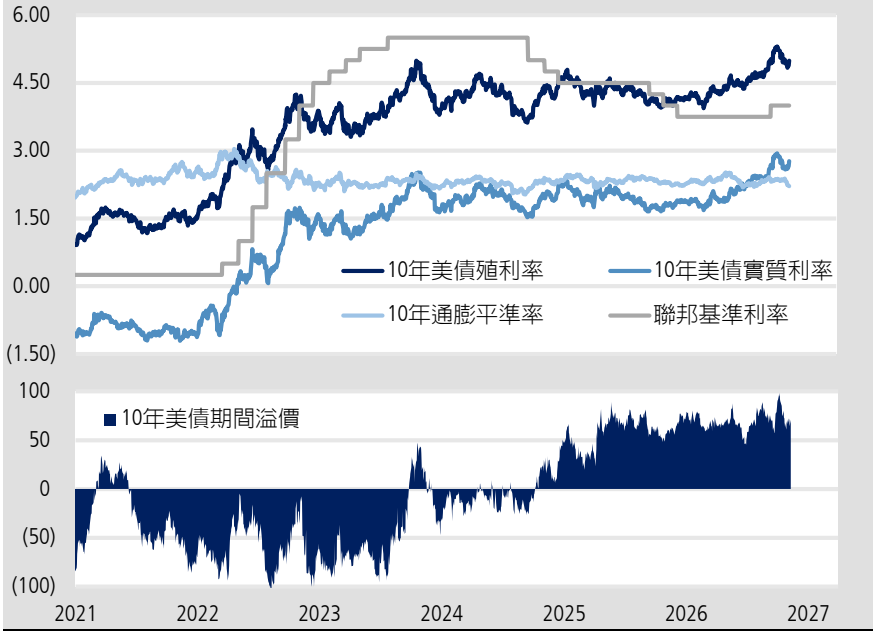


資料來源：Bloomberg；凱基整理

除上述循環因素外，今年更有多項結構因素推升中長天期美債，包含 AI 企業增發中長天期債券和政府競爭資金、Fed 停止前瞻指引致使貨幣政策透明度下降、財政赤字因關稅退稅和軍費支出等原因擴大、川普對外立場反覆增添地緣政治不確定性等，皆降低市場持有中長天期美債意願，使得 10 年期美債實質利率和期間溢價(term premium)一度升至數年最高，10 年期美債殖利率亦一度突破 5.30%，創下 2002 年來新高。

圖 99：循環和結構因素共同導致 10 年美債實質利率和期間溢價今年一度突破數年新高

上圖：10 年期美債殖利率、10 年期美債實質利率、10 年期通膨平準率和聯邦基金利率上界，百分比
下圖：10 年期美債期間溢價，基點

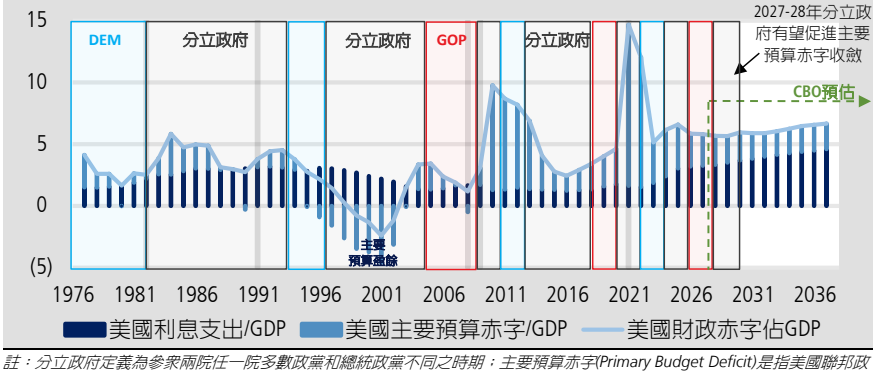


註：期間溢價(Term Premium)為投資人因承擔債券持有期間內利率變動風險，而要求之額外補償。
資料來源：Bloomberg；凱基整理

展望明年，預期前述美債之多項結構利空將難以消散。AI 發債浪潮和川普之政策不確定性未來將持續。貨幣政策方面，儘管其他官員發言可稍加提升透明度，但 Fed 主席 Warsh 仍將避免前瞻指引；至於財政赤字部分，明年反倒有收斂機會，因為民主黨掌握國會後美國將進入分立政府，而過往扣除利息支出之主要預算赤字(primary budget deficit)多能在分立政府時期獲得控制，我們認為未來兩年亦不例外，民主黨將阻止共和黨推出更多支出法案。

圖 100：未來兩年美國將進入分立政府，主要預算赤字有望獲得控制

美國利息支出、主要預算支出和財政赤字佔 GDP 比重，百分比

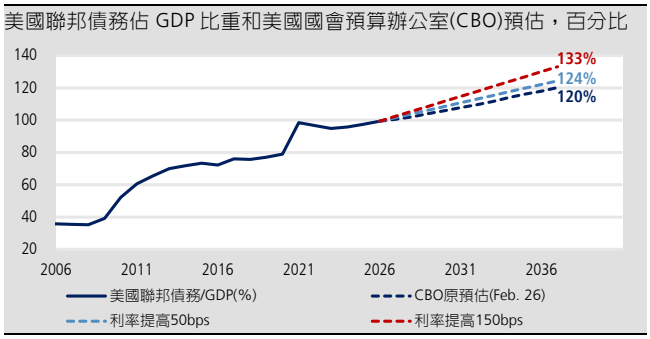


註：分立政府定義為參眾兩院任一院多數政黨和總統政黨不同之時期；主要預算赤字(Primary Budget Deficit)是指美國聯邦政府的總支出扣除債務的利息支付之後，與總收入間之差額。
資料來源：Bloomberg；凱基整理

然而，美國財政紀律卻也難見好轉。首先，強制性財政支出(mandatory spending)約佔總支出六成且未來佔比將持續上升，而強制性支出僅能透過立法縮減，然民主黨國會席次未達三分之二故任何立法都將受總統否決權制

約，且當前緊縮財政亦非美國政壇之主流意見；再者，隨著大量既有債務累積和美債利率上升，利息支出將成為財政最大隱憂，根據國會預算辦公室(CBO)今年十月之報告，若平均融資利率較年初預估上升 50 基點(CBO 年初假設未來十年 10 年期美債殖利率平均 4.30%)，將導致未來十年財政赤字額外多出 1.9 兆美元。此外，明年新債務上限之協商也將成為美債市場焦點，以當前舉債速度推估，預期美國最快將於 1Q27 觸及債務上限 41.1 兆美元，此後財政部將透過非常規措施(extraordinary measures)調度資金，實際資金耗盡日(X-date)可能坐落於 2H27，建議投資人明年關注相關風險。

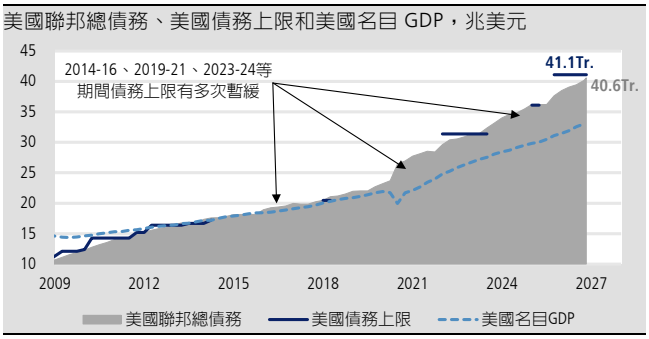
圖 101：美債殖利率的上升將導致未來美國債務紀律惡化更快



註：利率提高 50 和 150 基點情境係根據美國國會預算辦公室(CBO)今年十月發佈之「高利率情境之赤字和債務預測」報告，原先預估之基本情境係假設未來十年 10 年期美債殖利率平均4.30%。

資料來源：美國國會預算辦公室(CBO)；凱基

圖 102：美國債務上限最快於 1Q27 觸及



資料來源：Bloomberg；凱基

2027 年在循環趨勢上，美債倒是存在機會。未來幾個月廠商將逐步轉嫁高能源成本，通膨因而仍存上行空間，Fed 也將持續升息因應，故 1H27 美債殖利率仍有上行壓力，10 年期美債殖利率恐重新走高至 5.25%以上。2Q27 起，考量通膨將因油價基期趨緩，且薪資成長溫和不致演變出需要持續緊縮貨幣政策之通膨二輪效應(Second-round effects)，故預期 Fed 將停止升息，而過往 10 年期美債殖利率平均於 Fed 最後一次升息前半個月觸頂，因此美債殖利率之高點將可能落在 1H27，接著 2H27 起隨著 Fed 貨幣政策緊縮之滯後效果逐步顯現，消費韌性在過去一年高油價、低實質所得成長之影響下逐漸受到挑戰，2H27 起物價和景氣下行將使得總體環境再度有利美債，有望帶動美債走出循環性多頭，預期 2H27 裡 10 年期美債殖利率有機會降至 4.50%以下。

投資操作上，建議可逢 1H27 利率高位佈局中長天期美債，以逐步增加債券投資組合之平均存續時間(duration)，並將中長天期美債持續持有至 2H27 通膨壓力和景氣表現趨緩時；較建議中長天期美債之原因在於利息收益較高，且較長之修正存續期間(modified duration)有望在利率下行過程帶來較豐厚之資本利得。然而，美國通膨不確定性仍高，且經濟維持韌性亦給予廠商轉價機會，加上今年來勞動市場回暖，故未來仍不能排除核心通膨加速升溫導致貨幣政策緊縮幅度超出預期之風險情境；倘若核心通膨連數月明顯升溫，預期 Fed 將加大升息力道，明年 10 年美債殖利率將升破前高 5.30%，甚至不排除上探 5.50%以上或更高，此時建議先避開中長天期美債並降低債券投資組合之平均存續時間。

圖 103：過往 10 年期美債殖利率平均於 Fed 最後一次升息前半個月觸頂

1970 以來 Fed 升息循環和 10 年期美債殖利率觸頂時間統計

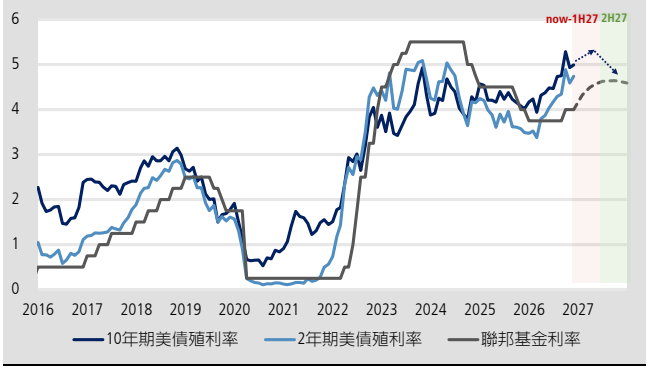
首次升息	最後一次升息	升息週期時長(月)	升息幅度(%)	10Y美債殖利率觸頂時點(和最後一次升息相比，月)
Mar. 1971	Aug. 1971	6	2.25	-1
Mar. 1972	Aug. 1973	18	7.50	-1
Mar. 1974	May. 1974	3	4.00	3
Apr. 1976	May. 1976	2	0.75	0
Dec. 1976	Oct. 1979	35	10.75	0
Feb. 1980	Mar. 1980	2	6.00	-1
Aug. 1980	Nov. 1980	4	8.50	0
Mar. 1984	Aug. 1984	5	2.25	-2
Dec. 1986	Sep. 1987	10	1.38	0
Mar. 1988	Feb. 1989	12	3.25	0
Feb. 1994	Feb. 1995	13	3.00	-3
Jun. 1999	May. 2000	12	1.75	-4
Jun. 2004	Jun. 2006	25	4.25	0
Dec. 2015	Dec. 2018	37	2.25	-2
Mar. 2022	Jul. 2023	17	5.25	3
平均數		13.4	4.21	-0.5

註：升息週期定義為首次升息至最後一次升息期間，上述統計升息週期時長持續一個月以上者。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 104：建議逢 1H27 利率高檔加碼中長天期美債，後續美債殖利率將走降

2 和 10 年期美債殖利率、聯邦基金利率，百分比



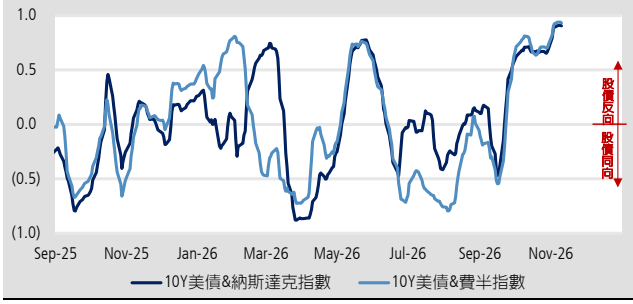
註：聯邦基金利率虛線部分係為市場預估；虛線箭頭部分為凱基預估。

資料來源：Bloomberg；凱基

此外，2027 年不妨也可以留意美債之避險價值和殖利率曲線交易機會。首先，近幾回科技股重挫中美債皆表現出良好避險功能，故若明年再遇到 AI 相關類股等風險性資產回調，建議可於短線上做多美債期貨進行避險，首選流動性較良好之近月 5 年期(CME Globex：ZF)和 10 年期(CME Globex：ZN)美債期貨做避險。此外，考量 2027 年逐漸接近升息循環尾聲，預期美債殖利率曲線將繼續走平，殖利率曲線長短率相交時點預期可能坐落在 3Q27 附近，故建議未來可逢殖利率曲線於短線上趨陡時佈建美債 Flattener，2Y10Y、5Y30Y 美債 Flattener 分別可透過同時做多 1 單位 10 年期(Ultra 10Yr)美債期貨和做空約 4.53 單位 2 年期美債期貨、同時做多 1 單位 30 年美債期貨和做空約 3.92 單位 5 年美債期貨來組建，以達存續期間中立(duration neutral)之效果。

圖 105：若遇 AI 等風險性資產下跌，美債將提供良好避險價值

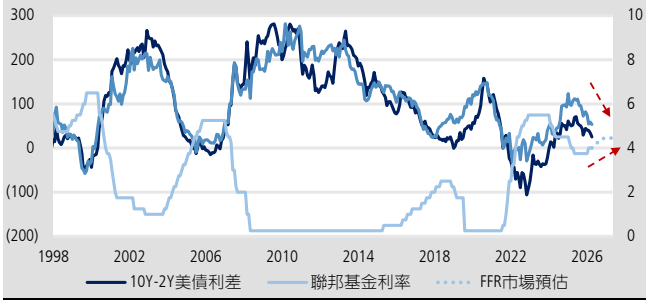
10 年期美債殖利率和納斯達克綜合指數、10 年期美債殖利率和費城半導體指數過去 30 天移動平均相關性



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 106：殖利率曲線平坦化交易在 2027 年將具備投資價值

10 年和 2 年、30 年和 5 年期美債利差，基點(左軸)；聯邦基金利率，百分比(右軸)



註：聯邦基金利率虛線部分為市場預估值。

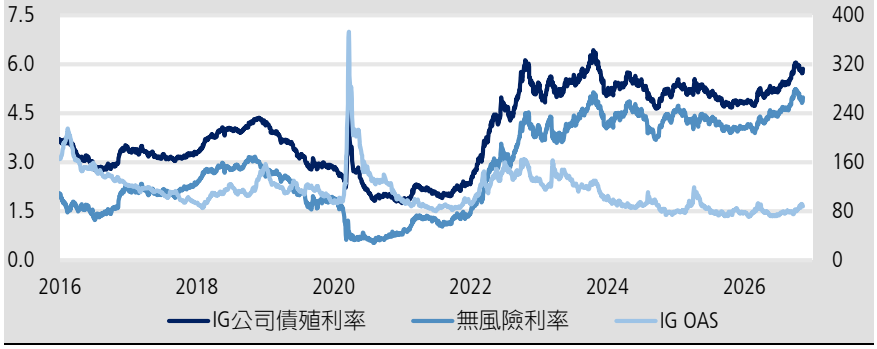
資料來源：Bloomberg；凱基整理

(2)美國投資級公司債(IG)：良好信用基本面有望限制利差擴大幅度；較建議佈局 A/A2 以下至 BBB/Baa2 級以上公司債、和風險調整後正利差之產業如銀行、可選消費、公用事業和通訊等，亦可留意和科技債相關性較低之產業

美國投資等級(IG)公司債平均信用利差(OAS)今年一度收窄至 2000 年來第 1 百分位數以下之歷史低位，但近期隨著市場風險情緒轉趨保守，信用利差有所擴大，已上升至 2000 年來第 10 百分位數左右；然而，由於美國投資等級(IG)公司整體信用品質維持穩健，故利差表現相對穩健，整體較非投資等級(HY)公司債抗跌。

圖 107：今年 IG 公司債信用利差微幅擴大，但仍維持在歷史低位附近

美國投資等級公司債殖利率、對應無風險利率，百分比(左軸)；美國投資等級公司債選擇權調整後信用利差(OAS)，基點(右軸)

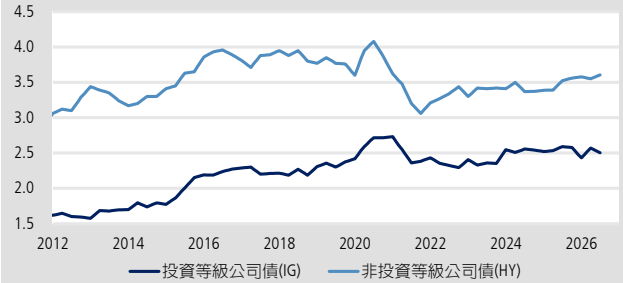


資料來源：Bloomberg；凱基整理

2027 年在美國信用市場裡，仍較為推薦投資等級(IG)公司債，係考量美國投資等級公司不論在財務體質或信用趨勢等方面皆表現優於非投資等級(HY)公司債：首先，IG 公司近幾季在財務槓桿和償債能力上表現較佳，反觀美國 HY 公司則出現槓桿上升、自由現金流下滑、利潤率停滯等問題，再者，IG 公司近年每季信評獲升評之公司家數皆明顯超越遭降評公司數，HY 則相反；在 2H27 景氣趨緩和公司債違約風險上升階段中，IG 公司較良好之基本面體質將有望較具備防禦能力。

圖 108：IG 公司債槓桿控制平均較 HY 公司債良好

美國投資等級和非投資等級公司淨負債佔 EBITDA 中位數，倍

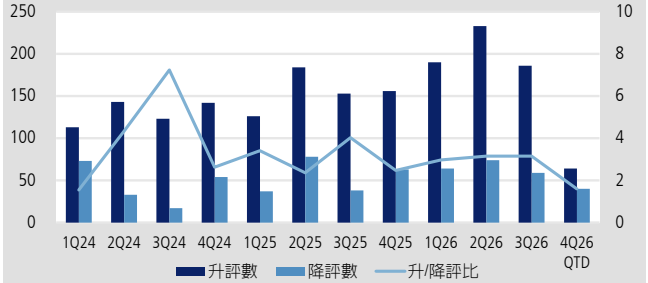


註：淨負債為總負債扣除現金和約當現金。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 109：IG 公司債整體信用品質穩健

美國投資等級公司債信用評等獲升降評，公司數(左軸)；升降評比，比值(右軸)

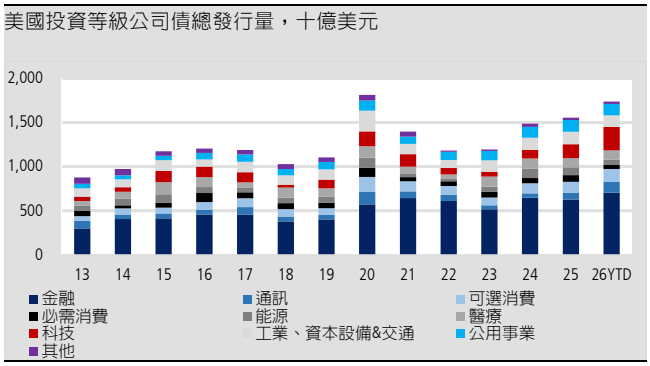


註：升降評公司數係統計 Moody's、S&P Global 與 Fitch 三家信評機構。

資料來源：Bloomberg；凱基

今年美國投資等級(IG)公司債發行量預期將創疫情時代以來新高，截至今年 10 月 IG 公司債總發行量高達約 1.7 兆美元，已超過去年全年之 1.55 兆美元，背後最主要原因來自科技業發債之顯著增加；科技業發債今年前三季平均約佔 IG 總發行量之 15%，相比之下過去十五年平均僅佔 IG 之 7%。展望明後年，考量 AI 相關企業資本支出浪潮持續，且自由現金流逐漸不足，未來發債量將易增難減，故預期明後年科技業 IG 公司債供給仍存上行風險。

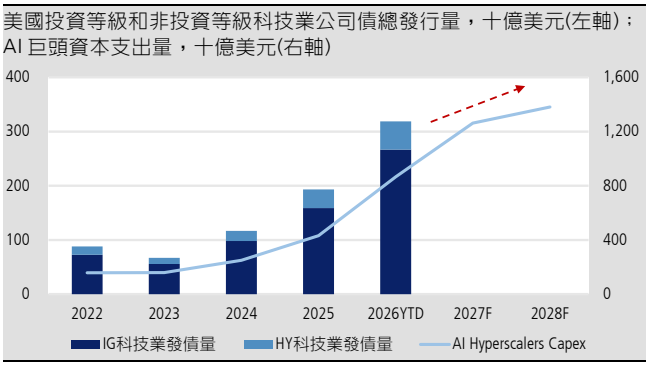
圖 110：今年 IG 公司債發行量將創疫情時代以來新高



註：2026 年資料截至 10 月。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 111：科技業發債潮 2027 年將持續

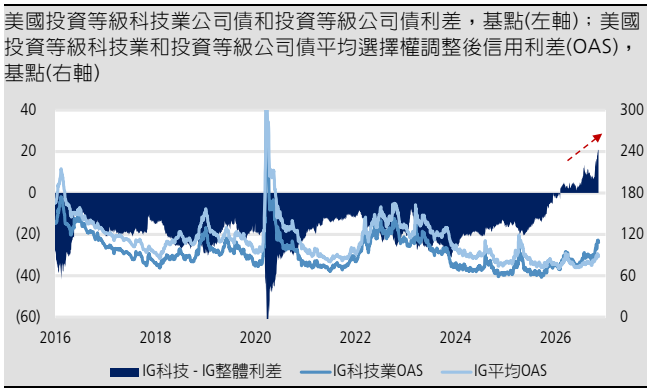


註：AI Hyperscalers 包含 MSFT、GOOGL、AMZN、META、ORCL、SPCX 等公司；2027 和 2028 年資本支出為市場預估值。

資料來源：Bloomberg；凱基

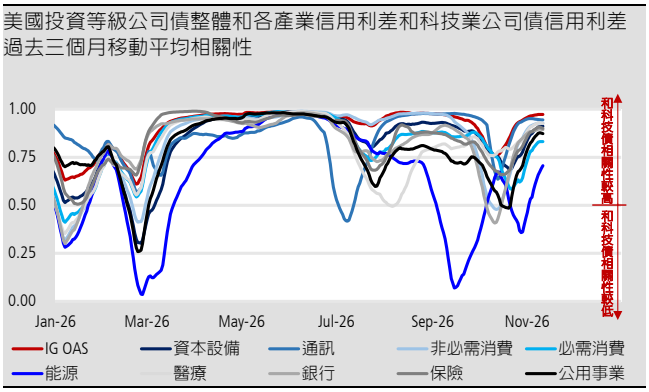
科技業之融資紅利時代已然結束，由於科技業公司債供給大幅上行，加上市場對 AI 信用抱持擔憂，使得 IG 科技業平均信用利差今年顯著上行，表現明顯遜於 IG 整體平均。過往 IG 科技業因為發債量不高，加上具有穩定現金流，得以長年用低於 IG 平均之信用利差融資，然而這項優勢在今年初已終結，並且未來幾年在科技業發債潮持續下，預期科技業債券表現仍將較為疲弱，不建議交易型投資者買入科技業 IG 公司債，但考量 IG 科技公司財務體質穩健、違約風險相對有限，故若是持有至到期之投資者倒可適度佈建以賺取較 IG 平均高之殖利率收益。此外，若是已持有較多科技 IG 公司債部位之投資人，2027 年不妨也可以留意和科技債相關性較低之 IG 產業，包含能源、必需消費、公用事業和資本設備等之投資價值。

圖 112：供給上行風險將使得科技業未來以更高利率融資



資料來源：Bloomberg；凱基

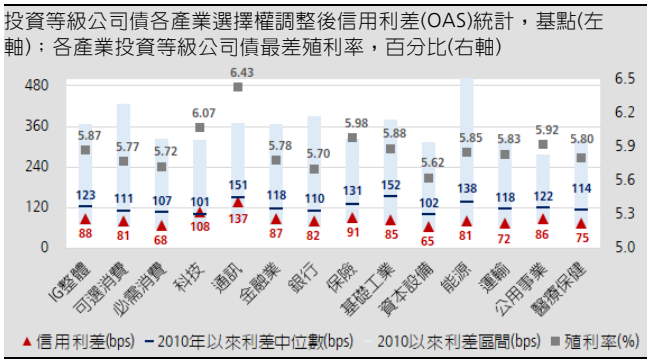
圖 113：2027 年不妨可以留意和科技債相關程度較低之產業



資料來源：Bloomberg；凱基

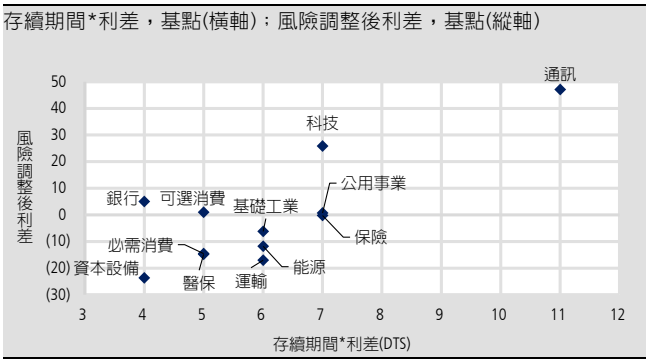
若以基本面和信用利差點位篩選產業，建議可以挑選風險調整後正利差的產業，風險調整後利差為正者代表相對 IG 整體相對具有投資價值之產業，包含銀行、可選消費、公用事業、和通訊等產業；其中，科技業風險調整後利差雖也為正，但考量 AI 資本支出潮不利科技債供給面，故如前所述並不推薦交易型投資人買入，僅建議配置型投資人持有至到期，非全面推薦。信評選擇上，建議可以往 A/A2 以下至 BBB/Baa2 級以上之投資等級公司債佈局，除殖利率收益較高外，也可以避開 AA/Aa 級公司債受 AI 發債潮推升供給不利籌碼面之影響。

圖 114：儘管 IG 各產業信用利差均處於歷史低位，但以殖利率水平來看仍具吸引力



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 115：IG 公司債建議選擇風險調整後正利差產業，包含銀行、可選消費、公用事業和通訊等



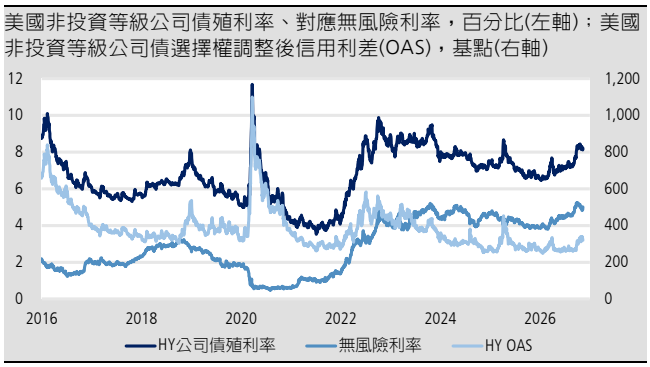
註：風險調整利差係根據財務基本面和利差水平計算而得，顯示該產業相對 IG 整體之投資價值。

資料來源：Bloomberg；凱基

(3)美國非投資級公司債(HY)：美國信用週期逐漸邁入擴張晚期，建議避開 CCC/Caa 級公司債投資，若風險承受度較高者可適度佈建 BB/Ba 級公司債

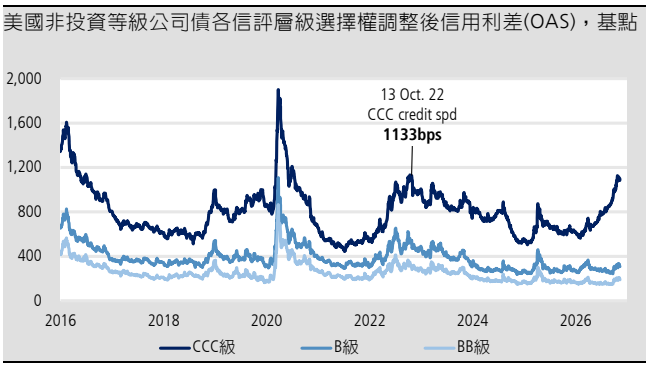
美國非投資等級(HY)公司債今年表現明顯遜於投資等級(IG)公司債，雖然平均信用利差(OAS)今年一度收窄至 2000 年來第 1 百分位數以下之歷史低位附近，但近期隨著市場風險情緒轉趨保守，HY 平均信用利差明顯走高，目前已升至 2000 年來第 15 百分位數以上；其中，信評較差之 CCC/Caa 級公司債信用利差顯著飆升，已接近 2022 年 Fed 鷹派大升息時期之高點。

圖 116：今年來美國 HY 公司債信用利差較明顯擴大



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 117：CCC/Caa 級公司債信用利差已升至 2022 年 Fed 鷹派大幅升息時期以來之高位

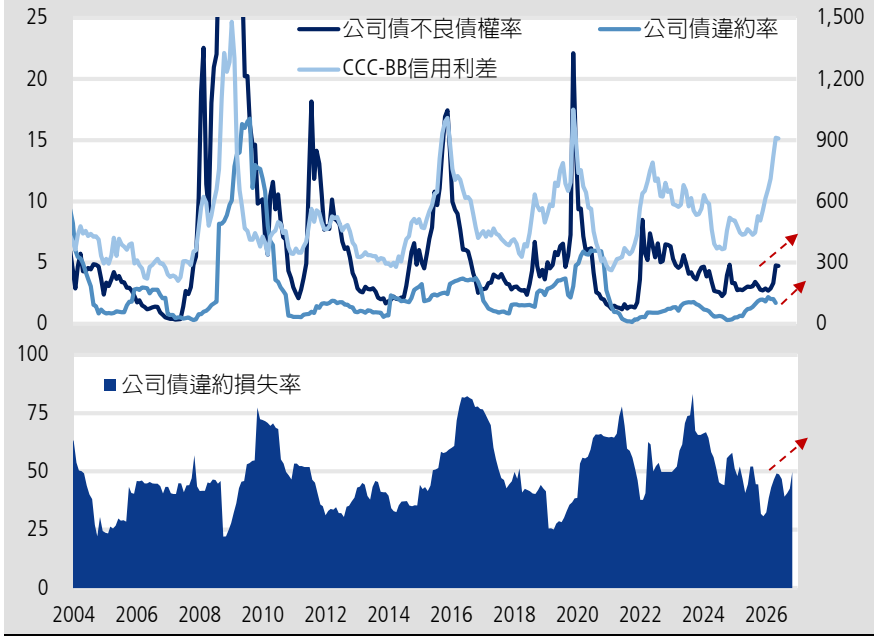


資料來源：Bloomberg；凱基

CCC/Caa 級公司債信用利差之擴大，背後除反映美國信評末段班企業債信惡化外，亦顯示美國正逐漸邁入信用擴張晚期(Late Cycle)階段。CCC-BB 級公司債利差和公司債不良債權率(distressed debt ratio)皆是信用週期之領先指標，過往兩者之走升預示未來公司債違約率和違約損失率(Loss Given Default, LGD)將走高，而違約潮也通常伴隨著信用下行週期(Downturn)之出現；考量信用擴張晚期至信用下行週期初期公司債信用利差往往走高，且信評層級越低者利差擴大幅度將較為嚴重，故未來公司債市場中如前所述較推薦信用體質穩健且較具防禦性之投資等級(IG)公司債，並建議避開信評較低尤其是 CCC/Caa 級以下之公司債投資。

圖 118：CCC-BB 級公司債信用利差攀升暗示信用市場正邁入信用擴張晚期(Late Cycle)

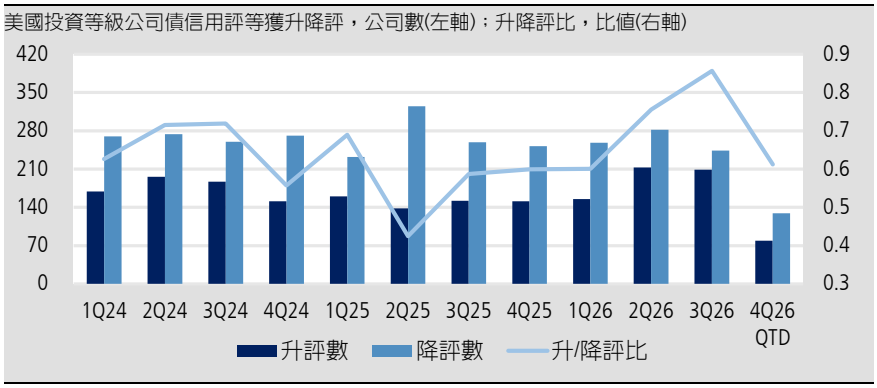
美國公司債不良債權比例、公司債違約率，百分比(左軸)(上圖)；
美國 CCC 級公司債和 BB 級公司債信用利差，基點(右軸)(上圖)；
美國公司債平均違約損失率，百分比(下圖)



註：不良債權(Distressed Debt)是指因無法收回或僅能收回少量款項而面臨償還困難的債權；公司債違約率係採票面價值統計。
資料來源：Bloomberg；凱基整理

2027 年較不推薦非投資等級(HY)公司債除考量信用週期有下行風險外，非投資等級(HY)整體信評趨勢亦表現不如投資等級(IG)公司債；美國非投資等級(HY)公司已連續數年每季信評遭降評公司數超越獲升評公司數，且本季升/降評比重再度惡化，顯示信用趨勢再度轉差。

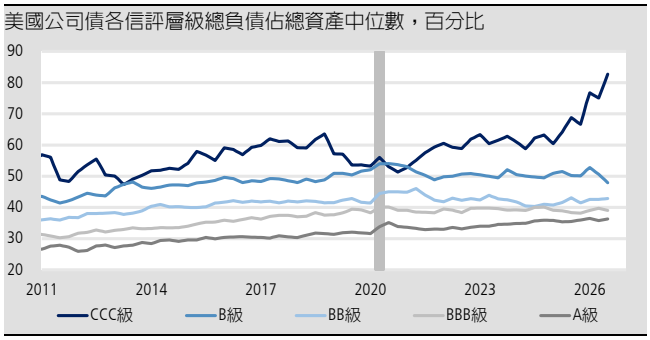
圖 119：非投資等級(HY)公司債信用趨勢較差



註：升降評公司數係統計 Moody's、S&P Global 與 Fitch 三家信評機構。
資料來源：Bloomberg；凱基整理

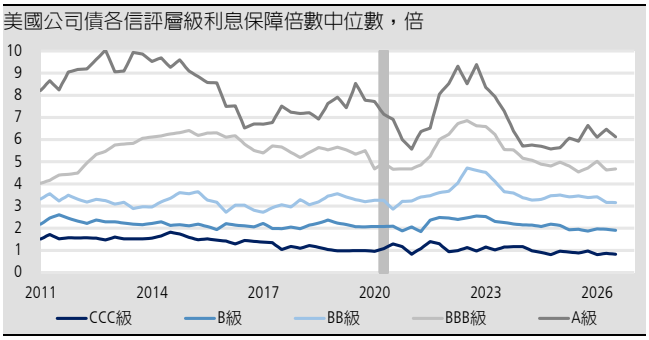
若進一步審視公司債各信評層級財務和信用品質表現，顯示信評較低之 CCC/Caa 級公司近幾季平均財務槓桿明顯飆升，且平均利息保障倍數已連兩年低於 1 倍，凸顯償債能力顯著不足，債信之惡化也是近期 CCC/Caa 級公司債信用利差飆升之主因之一；反觀其他信評層級，除 B 級公司利息保障倍數稍顯不足外，BB/Ba 級以上公司債平均信用品質皆表現穩健。投資操作上，2027 年中仍建議避開信評 CCC/Caa 級或以下公司債投資，B 級公司則須關注償債能力是否進一步惡化，而若是風險承受度較高之投資人則可佈局 BB/Ba 級公司債，以賺取較高之利息收益；不過，倘若明年見到景氣擴張放緩、並出現如前述般公司債違約率上升加劇信用緊縮時，建議逐步降低違約風險較高之非投資等級(HY)公司債，並增加美債和投資等級(IG)公司債在投資組合中之配比。

圖 120：CCC/Caa 級以下公司財務槓桿惡化明顯



註：灰色區塊為經濟衰退時期。
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 121：CCC/Caa 級以下公司償債能力亦顯著不足

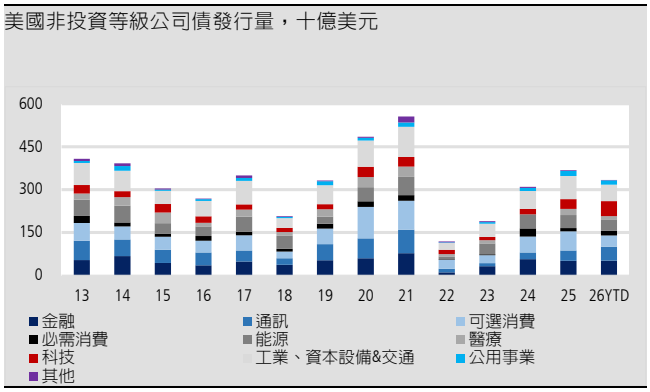


註：灰色區塊為經濟衰退時期。
資料來源：Bloomberg；凱基

今年美國非投資等級(HY)公司債總發行量較去年上升，截至今年 10 月總發行量已超越去年全年之九成，為疫後以來扣除 2020-21 年低利率大發債時期之最高，主要原因在於今年科技業發債佔比明顯上升；科技業發債過去十五年平均僅佔 HY 之 10%，然而今年前三季科技業平均佔 HY 發債量達 16%，雖不如 IG 科技業供給增加顯著，但仍是今年 HY 公司債發行量上升之主因。HY 科技債供給增加也為融資條件帶來壓力，HY 科技業平均信用利差於去年第三季末超越 HY 整體平均，且今年來平均融資成本較 HY 整體平

均顯著走高；預期明後年在 AI 資本支出浪潮持續下，供給上行風險仍將不利 HY 科技債利差走勢。

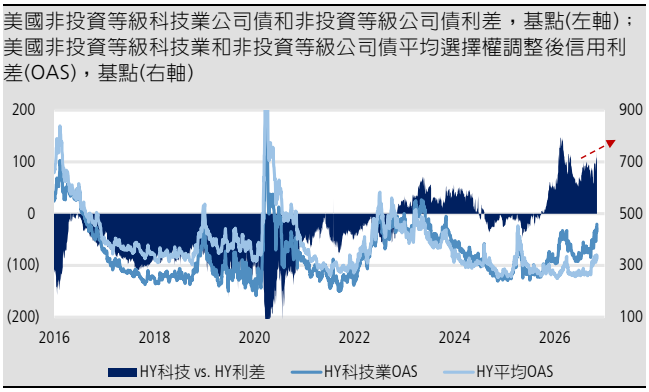
圖 122：預期 2027 年科技業發債亦將帶給 HY 供給上行壓力



註：2026 年資料截至 10 月。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 123：預期 HY 科技業公司債 2027 年仍將表現較差

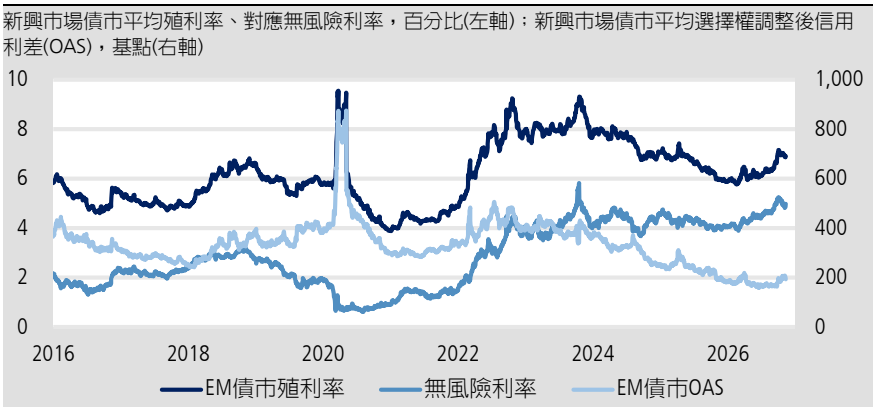


資料來源：Bloomberg；凱基

(4)新興市場(EM)債市：留意高能源價格和聖嬰現象推升通膨是否導致更多新興央行升息；建議可關注中國和捷克等通膨壓力低、降息循環有望持續之新興國家債市投資機會

新興市場債市今年來平均信用利差(OAS)微幅擴大，不過若扣除美伊衝突爆發和近期市場風險情緒轉趨保守期間較明顯擴大外，信用利差大致維持收窄趨勢，年中時更一度降至近二十年來第 3 百分位數，顯示新興市場債市今年表現相對亮眼。

圖 124：今年來新興市場(EM)債市表現相對抗跌

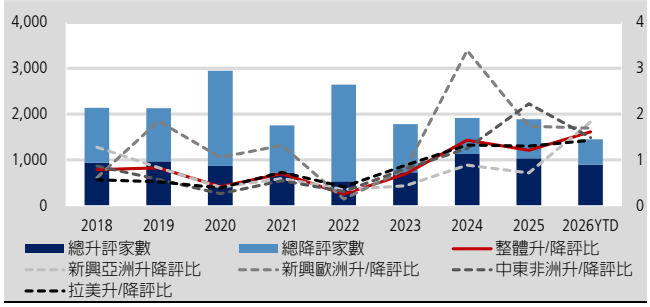


資料來源：Bloomberg；凱基整理

今年新興市場債市較佳之表現主要可歸功於信用體質之改善和市場資金青睞。首先，新興市場債已連續三年信評獲升評家數高於遭降評家數，且今年所有地區包含新興亞洲、新興歐洲、中東非洲、拉美等地升評數皆高於降評數，顯示新興市場信評轉好具備廣泛性；此外，新興市場資產今年亦相對受到國際資金之青睞，不僅新興市場投資等級和美國投資等級債券利差縮小，新興市場投資等級科技業公司債平均利率甚至已低於美國投資等級科技業，顯示市場對 EM 債市之偏好度高。

圖 125：新興市場債具備良好信用基本面

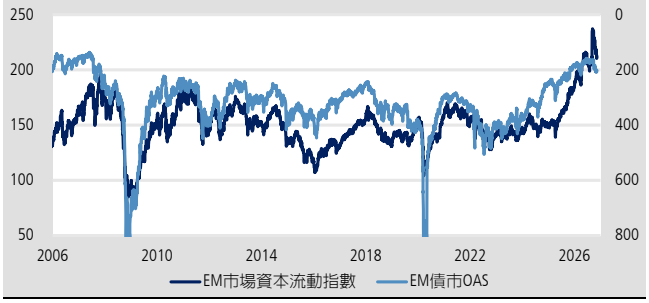
新興市場整體信評總升評和降評家數，個(左軸)；新興市場整體和各地區升降評家數比值，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 126：今年新興市場資產相對受到資金青睞

新興市場資本流動指數，點(左軸)；新興市場債市平均選擇權調整後信用利差(OAS)，基點(右軸)



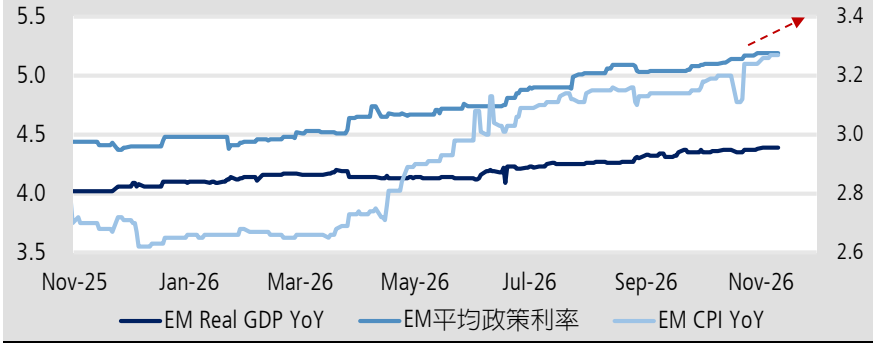
註：新興市場資本流動指數係一項追蹤新興市場資產表現之綜合指數，旨在模擬資金進入與流出新興市場的情形，增加代表資金流入新興市場。

資料來源：Bloomberg；凱基

展望 2027 年，儘管良好信用體質將支撐新興市場債表現，但未來最大風險在於通膨。國際油價維持相對高位將不利新興市場債市，不少新興市場對進口能源依賴度高，高能源價格容易推升通膨，近數月之高油價已導致市場持續上修明年新興市場平均通膨預估，此外，能源進口成本之上升亦可能導致新興國家經常帳惡化，帶給本幣貶值壓力並進一步推升輸入性通膨；一旦通膨走升或貨幣貶值，皆可能導致新興市場央行採取更鷹派之貨幣政策。

圖 127：通膨預期走高將逐漸增加 EM 國家升息之壓力

市場對 2027 年新興市場實質 GDP 年增率、CPI 物價年增率、平均政策利率預估值，百分比



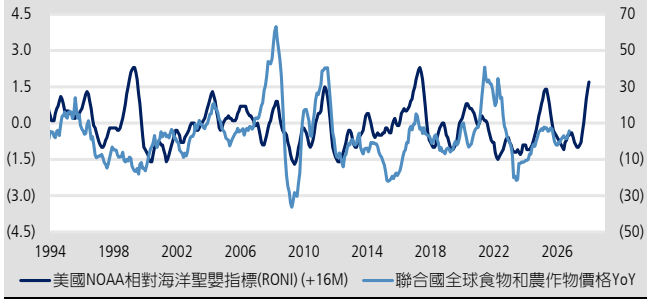
註：平均政策利率為 4Q27 季底預估值。

資料來源：Bloomberg；凱基整理

除了高能源價格不利新興市場債市外，2027 年新興債市的另一個風險在於聖嬰現象(El Niño)對糧食價格帶來之影響。根據美國國家海洋暨大氣總署(NOAA)數據，超級聖嬰現象已於今年發生，而過往聖嬰現象多造成全球氣候劇烈變動，主要農業生產國可能出現乾旱或洪澇導致作物減產，進而推升後續糧食與大宗商品價格；考量不少新興國家食物佔物價指數比重較高，預期明年隨著聖嬰現象逐步推升農糧價格，將為新興國家物價帶來上行壓力，故建議 2027 年中避開食物佔 CPI 物價指數比重較高、且農業產值佔比較大之新興國家債市投資，包含印度、孟加拉、越南、泰國和菲律賓等。

圖 128：聖嬰現象將為明年新興市場通膨帶來上行風險

美國國家國家海洋暨大氣總署(NOAA)相對海洋聖嬰指標(RONI)，攝氏度(左軸)(向右平移 16 個月)；聯合國全球食物和農作物價格指數年增率，百分比(右軸)

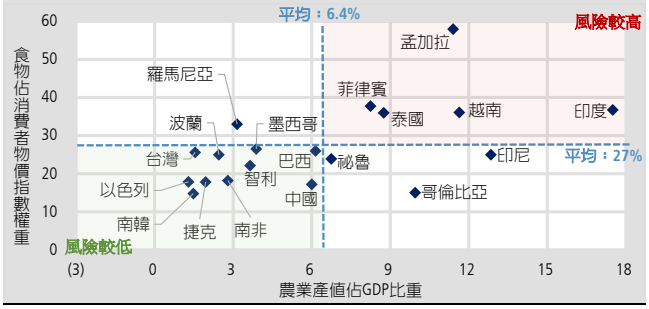


註：相對海洋聖嬰指標(RONI)為美國國家海洋暨大氣總署(NOAA)2026 年 2 月推出的一項全新氣候評估標準，用來更準確地判定聖嬰(El Niño)與反聖嬰(La Niña)現象。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 129：2027 年建議避開食物佔物價指數比重較高且農業產值佔比較大之新興國家債券

主要新興市場國家農業產值佔 GDP 比重，百分比(橫軸)；主要新興市場國家食物佔消費者物價指數權重，百分比(縱軸)

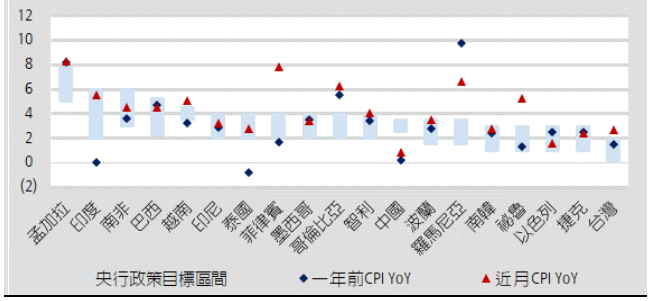


資料來源：Bloomberg；World Bank；IMF；凱基

2027 年在新興市場債市投資上，除避開前述較易受聖嬰現象影響之新興國家外，建議可以關注通膨已回落至央行政策目標區間或以下之國家，並避開明年可能進入升息循環之國家，再從中挑出信評為投資等級且信用展望穩健者；符合上述條件之新興國家包含中國(信評：A1/A+/A；信用展望：穩定/穩定/穩定；10 年期公債殖利率：1.58%)和捷克(信評：Aa3/AA-/AA-；信用展望：穩定/正向/穩定；10 年期公債殖利率：5.08%)，這兩個國家未來通膨風險相對可控，且降息循環有望持續，建議可關注相關債券投資機會。

圖 130：新興債市建議可以關注通膨壓力較低之國家

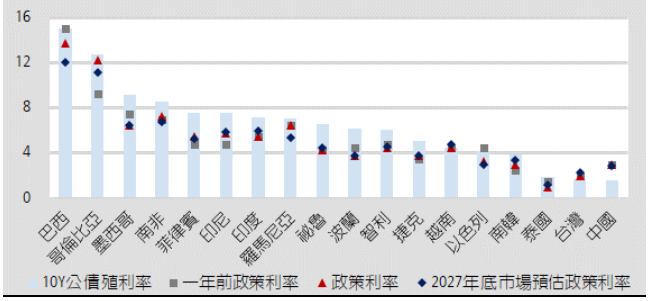
主要新興市場國家央行通膨目標區間、一年前 CPI 物價年增率、近一個月 CPI 物價年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 131：新興債市建議避開 2027 年有升息預期之國家

主要新興市場國家 10 年期公債殖利率、一年前政策利率、當前政策利率、2027 年底市場期政策利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

匯市：美元年初高檔整理後小幅拉回，人民幣有望維持相對穩健，歐元風險較高

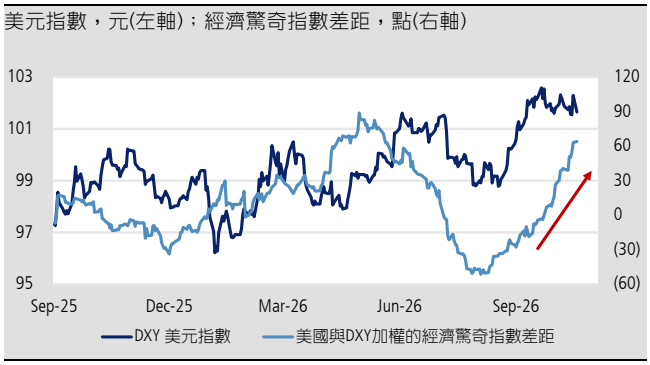
(1)美元指數：年初經濟與通膨維持高檔，Q2 後通膨有望降溫，聯準會升息預期回落，美元小幅拉回

近期美國經濟表現仍相對穩健，非農就業在移民驟減後雖然絕對數字偏低，但近三個月平均新增約 13.7 萬人仍高於聯準會預期下半年 5 千至 1 萬人的 breakeven 人數，就業維持低招聘低裁員; 另一方面美國經濟統計局也意識到近期 CPI 與 PCE 通膨差距過大，主要是金融投組費用與電腦軟體配件權重在 PCE 較大所致，故在 7 月底將此二項計算方式做調整後，8 月 PCE 核心通膨降至 3%，不過通膨在油價維持高檔下仍展現韌性，9 月核心 CPI 年增 2.6%， 9 月核心 PPI 通膨年增仍高達 5%，製造業與非製造業支付價格指數與紐約聯準會全球供應鏈壓力指數均有所反彈，短期通膨仍明顯展現韌性，市場對聯準會的升息預期仍在，美元維持高檔震盪。

展望明年，目前市場焦點仍在通膨，近期油價曾一度回到百元之上，生產成本壓力仍大，而美國期中選舉後，川普稱沒「必要再發動攻擊，伊朗戰爭實際上已經結束」，油價也明顯拉回至 85 元，但之前的高昂成本逐漸遞延反應到消費端，10 月 CPI 通膨月增 0.4%，雖低於前值的 0.6%，但高於預期的 0.3%，主要受雜貨成本上升推動，通膨壓力可能延續至明年初，且根據市場預期與近期聯準會的點陣圖和官員談話，2026 年底與 2027 年第一季，聯準會將各升息一碼，故基於上述原因，美元 Q1 將呈高檔震盪，不過隨著利率持續攀高，近期房市也持續降溫，建商信心指數降至 2012 年 6 月以來的低點，10 月有 43%的建商下調售價，30 年抵押貸款利率衝高至 7.5%，10 月成屋簽約銷售大幅月減 7.3%，創下有記錄以來最大單月衰退幅度，房市疲弱有望抑制通膨上方空間，且 2-3Q 因基期效應讓通膨增速明顯下降，搭配高利率部分限制終端消費通膨，聯準會升息預期可能大幅削弱甚至回到中性，美元將拉回，但其他國家政策利率預期也可能同步部分修正，利差也不至於大幅縮窄，美元回檔空間也不大; 而來到 3-4Q 需留意美股動盪，若美股出現修正，初期美元面臨拋售，但隨著風險溢出至全球股市，美元避險地位將重新浮現而反彈。

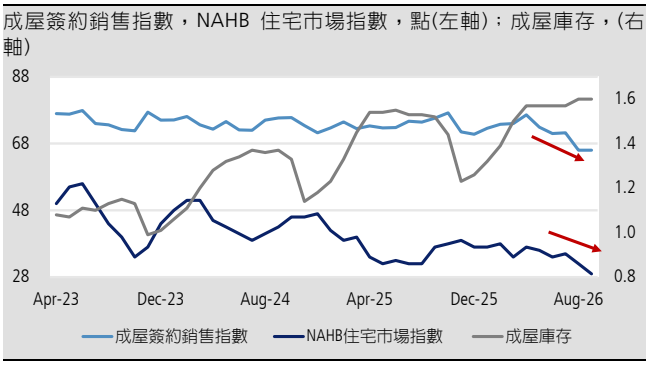
故整年來說美元年初盤堅，年中雖可能拉回，但空間可能有限，年末則有望小幅反彈，而 2027 年風險仍要看美伊軍事衝突是否如川普所說不會進一步升溫，若衝突進一步擴大，帶動通膨再次攀高，聯準會升息預期走揚，屆時美元上方空間也將被明顯拉高; 另外也需留意明年 1 月美中關稅談判將重啓，產能過剩等關稅稅率高低影響各國競爭力，也將牽動美元走勢。

圖 132：油價處於高檔震盪，美國經濟相對其他主要國家表現更具韌性，提供美元下檔支撐



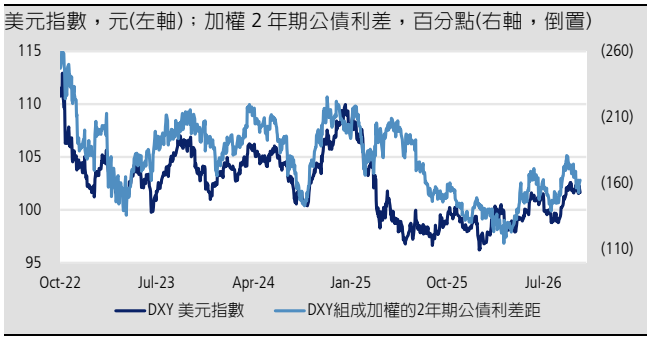
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 133：美國房貸利率高漲，建商信心與簽約銷售皆持續走低，抑制房市表現



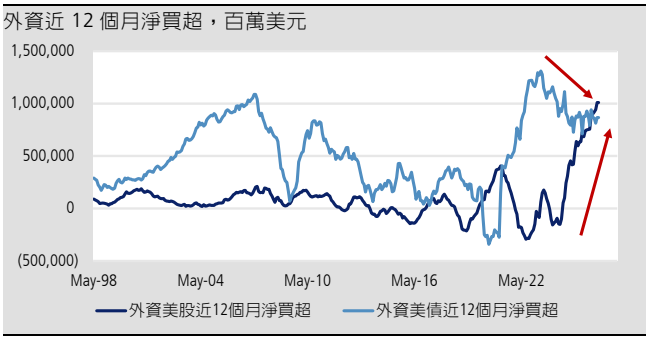
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 134：利差一度擴大支撐美元上漲，但若明年通膨降溫，利差拉回也將限制美元上方空間



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 135：外資近年持續大幅買進美股，累積龐大股票部位，若美股修正，可能連帶引發資金流出，拖累美元



資料來源：Bloomberg；凱基

(2)歐元：法國選舉由極右翼候選人領先，央行也有三位重要官員替換，整體不確定性高

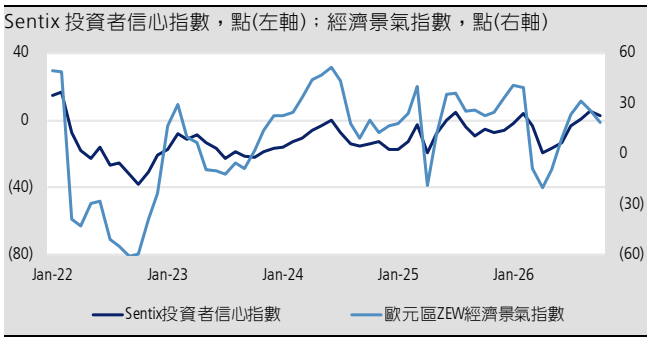
近期中東衝突持續，6 月底布蘭特原油由 70 元大幅反彈至 10 月重回百元大關，也使得歐元區通膨年增率由 6 月底的 2.8%大幅上升至 9 月的 3.8%，雖然核心通膨僅 2.5%，但原物料成本居高不下，後續仍將持續傳導至中下游商品，且冬季用油旺季來臨，明年上半年通膨壓力仍高。

市場也聚焦法國財政與政治風險，法國公布 2027 年度預算案，目標透過削減 540 億歐元支出，將政府財政赤字控制在 GDP 的 5%，但退休金福利、自動通膨掛鉤調整和公務員薪資凍結等措施，都可能遭到反對黨阻撓，市場預期此預算案難以明顯改善法國財政前景，加上明年法國大選，極右翼候選人勒龐支持度領先，政治不確定性風險升溫，法國債券殖利率也遭到猛烈拋售，德法利差突破 140 個基點，創下 2012 年歐元區債務危機以來最大，拖累歐元表現相對疲弱。

歐洲央行總裁 Lagarde 表示，法國債務和融資成本上升的問題首先應通過國內財政政策解決，降低了市場關於歐洲央行可能出手購買法國國債的猜測，且目前要啓用傳導保護工具（TPI）購買法國國債仍有難度，法央行總裁先前也表示，法國目前並不需要歐洲央行干預，政府應通過削減赤字的預算案恢復市場信心。

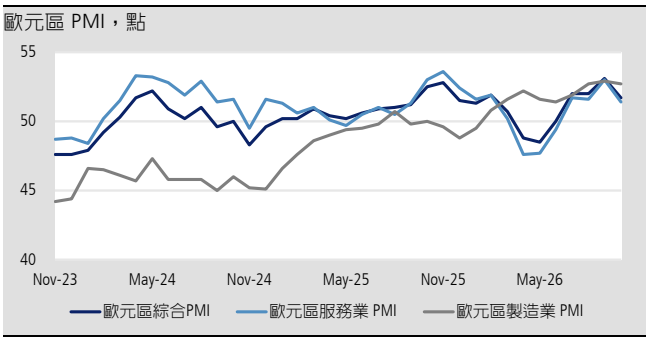
展望歐元區明年為選舉重點大年，除了西班牙國會選舉提前至 2026 年底外，義大利也將舉行國會選舉，最受大家關注的法國總統選舉將於年中舉行，目前民調由極右派並強調民族主義的 Le Pen 領先，雖然其已將之前的脫歐主張撤回，但其背景仍是疑歐，與歐盟的合作度可能下降，對歐元相對不利，另外明年歐洲央行也將迎來重要官員的替換，其中央行總裁 Legard 於 10/31 任期屆滿，但其已宣佈將於明年 2 月提早離職，另有首席經濟學家 Lane 與執行委員 Schnabel 也將離職，故 6 席執委中就有 3 位要替換，對明年央行的鷹鴿派立場影響不小，不確定性也高，市場將持觀望態度。最後，市場預計今年底升息一碼後，為持續抑制通膨明年將持續升息，不過因近期數據偏弱，幅度已由之前的三碼降溫為二碼，加上法國財政困境雖可能不致引發全面危機，但短時間也難以解決，限制歐元升值空間，另外中東與俄烏戰事若能比起 2026 年稍作改善，油價拉回，也有望提供歐元下方支撐，故歐元以區間震盪走勢為主。

圖 136：油價仍處高檔，投資者信心與經濟景氣指數反彈後出現拉回



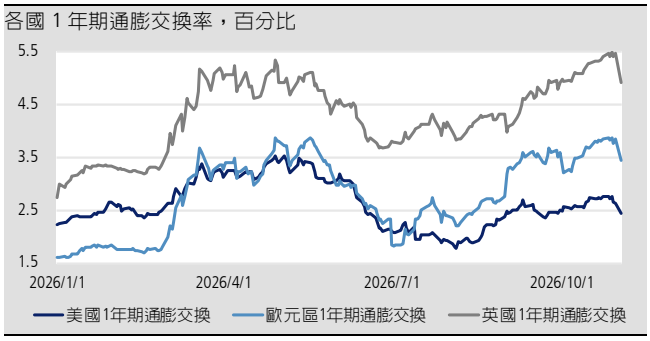
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 137：服務業 PMI 受法國暴亂與成本攀升影響，表現相對較弱，製造業 PMI 還算持穩



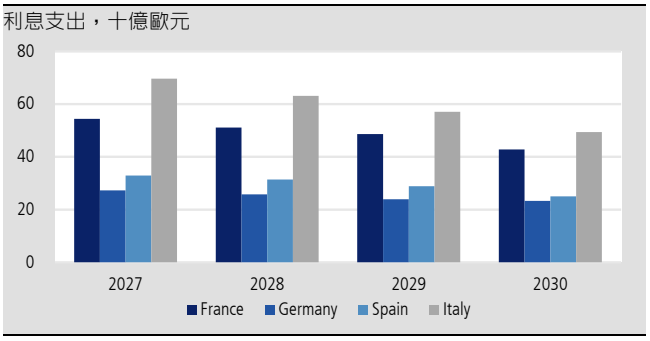
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 138：歐元區與英國近期通膨預期受油價高漲影響而再度升溫，但美國通膨預期影響相對有限



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 139：法國未來利息支出下降相對較慢，財政赤字壓力仍不小，政府財政可能迎來改革，將影響經濟表現



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 140：2027 年歐元區各國選舉與歐元影響



資料來源：凱基整理

圖 141：2027 年 ECB 官員替換與歐元影響



資料來源：凱基整理

(3)日元：央行首度坦言通膨站上 2%，但升息步伐不會太快，利差可能小幅縮窄但空間不大

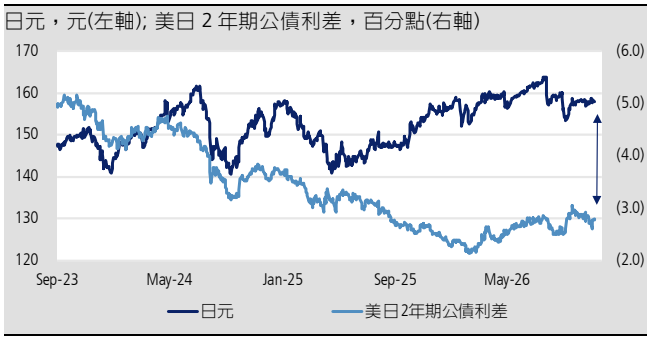
日本政府今年進行二次干預日元阻貶後，市場預期只要日元不再度貶至 160 元上方，日本政府將偏向觀望，市場焦點重回日本央行的升息速度，而央行在意的潛在通膨是否站穩 2%目標，近期數據有明顯進展，9 月東京核心 CPI 年增 2.7%，是自 2025 年 11 月以來最快的增幅，日本全國 9 月 CPI 通膨由年增 1.9%上升至 2.1%，核心通膨也由 1.7%明顯升至 2.1%，雙核心 CPI 通膨年增更是升至 2.4%，為去年十月以來最高增速; 9 月日本央行自行公佈的三項新版扣除政府補貼與減稅等特殊要素後的核心通膨也大幅彈升至

2%之上，符合我們之前預期即使政府持續補貼緩解通膨，但仍無法完全抵消高昂的原物料成本帶來的壓力，將會逐漸反應在消費端通膨上。

另外日本大型壽險公司陸續公佈 2026 年度下半年度資產運用計畫，為應對長期利率走升與避險成本高昂，將加速置換海外資產至日本國債成為共同方向，大型壽險 10 家中有 9 家預設 2027 年 3 月底長期利率將落在 3%區間，並多數預期日本央行 2027 年還會再升息 2 次。日本最大壽險日本生命上半財年已置換 1.1 兆日元，下半財年將維持同等規模，明治安田生命為動作最激進領頭羊，預計本財年購入約 2 兆日元，規模比原定計畫翻倍等等; 另外也可留意日本政府退休金投資管理基金（GPIF）七年以來首次在傳統的「休假月」8 月公開宣布開會，GPIF 在其截至 6 月的 318 兆日元資產組合中，對國內債券的配置目標為 25%，觀察未來比例是否上調或動用 6%的彈性空間(大約 12.3 兆日元)，而大型壽險與退休基金的資金回流雖難以反應在日元短期波動上，但中長期的穩定買盤將有望提供日元下方支撐。

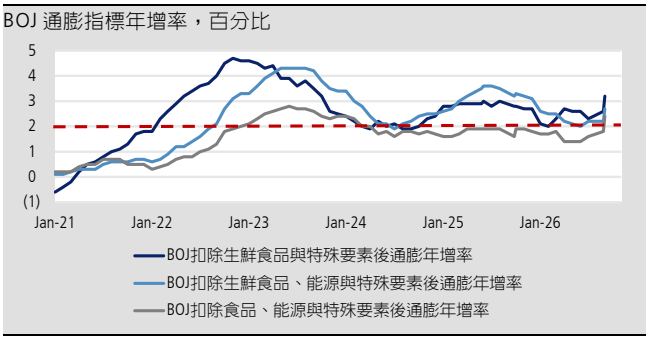
而目前市場預期美國聯準會與日本央行將於 2027 年皆升息 1-2 碼左右，利差不至於進一步明顯擴大，日本央行 10 月會議明確表示趨勢通膨已站穩 2%，這也意味著央行升息步伐比之前更加堅定，同時未來政府仍有意阻止日元大幅貶值，日元下方空間有限，加上日本利率走高有望吸引壽險與退休基金中長期買盤，若搭配明年通膨趨緩，日元有望走升，但升值幅度仍取決於聯準會的鷹派程度，故建議維持拉回偏多操作為主。

圖 142：日本央行近期加快升息步伐，美日利差略有縮窄，但日元反映平淡



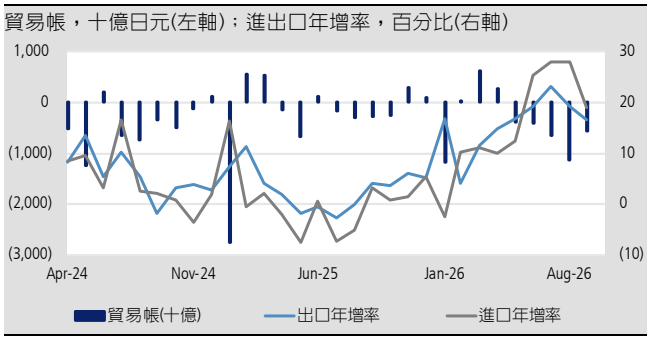
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 143：日本央行新版三項通膨指標在扣除政府補貼與減稅等特殊要素後，近期皆明顯站上 2%目標。



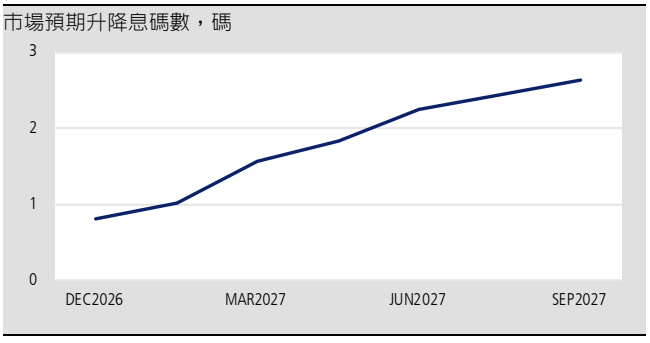
資料來源：BOJ；凱基

圖 144：日本近期因原物料成本高漲，進口年增率大幅上升，導致貿易赤字擴大，不利日元表現



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 145：市場預期今年底升息一碼後，明年還有 1-2 碼的升息空間，政策利率有望緩步往 2%靠攏



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 146：日本多家大型壽險業皆提出國內債券增持計畫，有利中長期資金回流

日本大型壽險業 2026-2027 國內債券增持計畫表

壽險公司名稱	2026下半年~2027 核心投資戰略摘要	具體行動與購債規模
明治安田生命 (Meiji Yasuda Life)	**動作最激進的領頭羊。** 認為當前日債利率極具吸引力，執行「不管利率繼續升還是停滯都要買」的全面掃貨戰略。	預計本財年購入高達 **2 兆日圓** 的日本國債（JGB），規模比原定計畫翻倍，鎖定 20 年期以上的超長天期債券。
第一生命 (Dai-ichi Life)	**結構性大清洗。** 積極賣出過去低利率時代取得的舊債，全力將資產池結構輪替換成高收益的新日債。	本財年更換、置換日債的規模確定**超過 1 兆日圓**，主要掃貨天期為 20 年至 40 年期的超長天期國債。
日本生命 (Nippon Life)	**全體規模最大接盤俠。** 身為日本最大壽險，正穩定且規模化地調回海外資金。雖然帳面受過去舊債跌價影響，但看好長期新債收益。	上半財年已置換 1.1 兆日圓，下半財年表態將**繼續維持同等強勁的買盤速度**，持續將海外本金移回國內。
日本郵政保險 (Japan Post Insurance)	**19 年來首次戰略大轉向。** 過去極度依賴海外高回報資產，自今年 10 月起高調宣布結束海外擴張，資金全面回流本國。	明確表態**大舉增加「日圓計價債券」的購買**。高層強調，隨利率全線上揚，目前各天期的日本國債皆具備投資價值。
大同生命 (Daido Life)	**除了國債更青睞高收益企債。** 在這次大潮中同樣選擇加碼國內，但採取差異化策略，主要鎖定由日本企業發行的日圓公司債。	官方正式**上調了國內債券持倉的增加計畫**，以企業債為主軸進行國內資產擴張。

資料來源：凱基整理

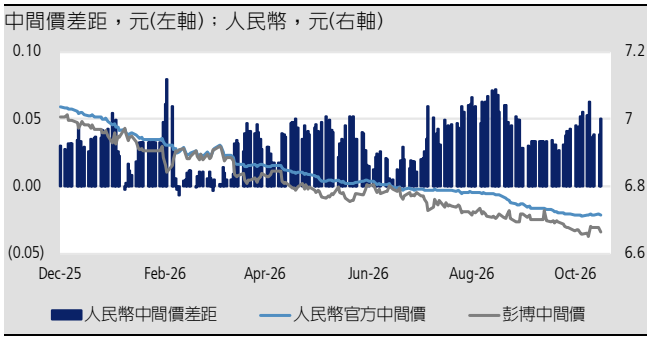
(4)人民幣：中國出口仍強勁，政府持續引導資金回流，人民幣有望維持穩中偏強

中國今年的出口表現依然強勁，即使進口因國際油價和大宗商品價格上揚而飆漲，前 9 個月累計貿易順差仍達到 9,381 億美元年增 7%，年度數據可望超過去年的 1.2 兆美元紀錄，而這也讓出口商累積了龐大的外匯收入，出口商將賺到的美元賣掉、換回人民幣（結匯）以支付境內員工薪水與貨款的意願顯著上升，與此同時，由於進口商對美元的需求減弱，購匯（售匯率）降至約 60.3%，創下 2010 年以來的最低水準，也推升人民幣走揚。

9 月底的川習會雙方同意將關稅戰暫延至 2027 年 1 月 10 日，雙方各提出 300 億美元的非敏感商品給予優惠關稅待遇，而關稅戰休戰後仍要面臨 301 強迫勞動關稅與未來將公佈的 301 產能過剩關稅，其中中國的產能過剩關稅可能將相對其他國家來的高，談判的結果將影響明年中國的出口表現。

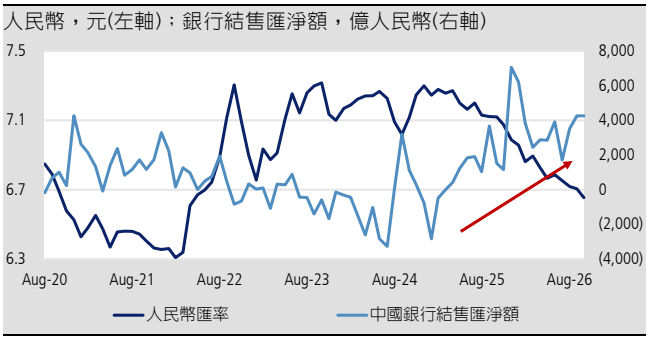
展望明年，出口雖表現強勁，但整體經濟增速仍明顯放緩，市場預期明年政府將提出提振內需與消費的刺激方案，並持續引導資金回流投資，人民幣有望偏多震盪，但另外也觀察到人行中間價與市場中間價差距保持高檔，顯示人行希望近期升勢過快的人民幣降溫，但成效有限。人民幣快速升至 6.65 元，故人行於 11 月初意外宣佈調高金融機構外匯存款準備率，外匯存款準備率由現行的 4%提高到 6%，意即人行透過收縮外匯流動性來抑制人民幣近期升值過快，人行開始使用除了中間價以外的其他輔助手段。2021 年時人民幣也是大幅升值至 6.3 附近，下半年期間人行二次上調外匯準備率至 9%，表示目前仍有進一步調升空間，人行也等於傳遞出較明顯的短期阻升訊號，人民幣升勢有望趨緩，而這可能也意味著明年人行進場踩煞車的頻率會相對今年高，也將限制了人民幣的升幅。

圖 147：中國官方透過中間價與外匯準備金調控，引導人民幣偏溫和升值



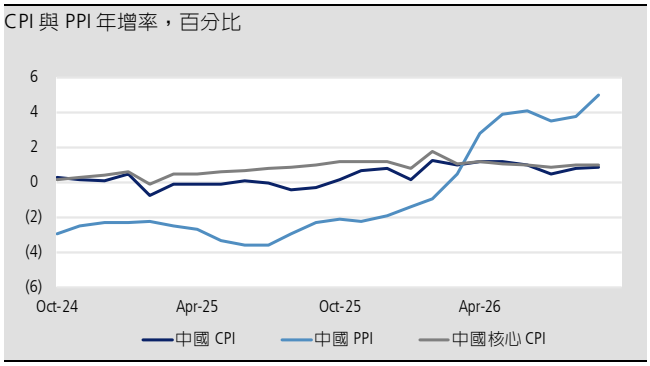
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 148：出口商持有龐大外匯資金持續回流中國，提供人民幣支撐



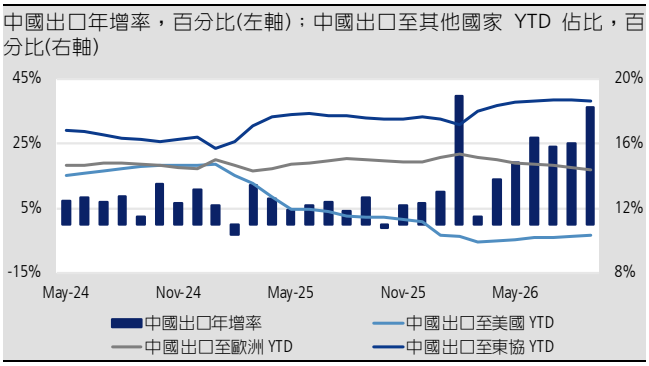
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 149：中國通膨仍集中在供給面，內需通膨受消費疲弱與削價競爭影響而維持偏低



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 150：中國出口在關稅停戰與 AI 需求強勁下大幅增長，留意明年 1 月美中關稅重啓談判



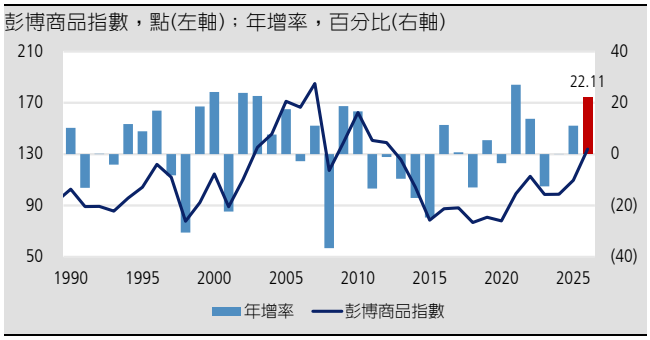
資料來源：Bloomberg；凱基

商品：流量恢復溢價難消，成品油更為吃緊；聖嬰與地緣政治風險交疊，關注熱帶作物供應風險；留意貨幣政策轉向時機，黃金底部已近；AI 題材與景氣的潛在放緩，不利銅價續創新高

截至 11 月，2026 年彭博商品指數上漲 22.1%，這是 2000 年初以來(剔除疫情時期)最大的年度漲幅。多事件的層層交疊讓 2026 年大宗商品價格出現了 20 多年來最強的漲勢，從荷姆茲海峽的能源貿易中斷、黑海穀物運輸受阻以及超強聖嬰現象引發的作物減產，數個供應衝擊連帶影響整個原物料市場；而不僅僅是供應面，AI 投資浪潮挹注全球景氣復甦也成為大宗原物料需求面有力的支持，全球製造業 PMI 由 2024 年底部的 49.6 回升至 53.0，創 2022 年初以來的新高。故在供應限制與需求復甦的背景下，使得 2026 年大宗原物料漲勢明顯。

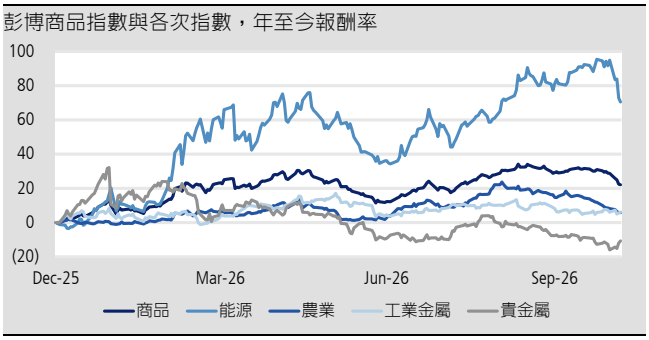
分商品來看，彭博能源指數上漲 70.4%，工業金屬上漲 6.1%，穀物與熱帶商品分別上漲 2.4%與 2.1%，而貴金屬指數則下跌 10.7%。美伊戰爭阻礙了全球最重要石油運輸航道—荷姆茲海峽，造成原油、天然氣與汽柴油期貨價格飆升，且不僅僅是能源，大宗商品之間本就具有一定的關連性，成品油價格上漲推升乙醇與生質柴油替代需求，糖、穀物與油籽價格上漲；天然氣價格上漲推高氮肥、化肥成本，進一步讓農作生產成本增加；中東硫磺出口受阻使國際硫酸價格上漲，磷肥與基本金屬提煉加工成本上漲。本次能源供應面的衝擊也一同帶動了工業金屬、農產品價格的走揚，而對供需結構敏感度較低的貴金屬則在 Fed 緊縮貨幣政策影響下表現相對疲弱。

圖 151：2026 商品指數年增 22%，為 2000 年後第二大的漲幅



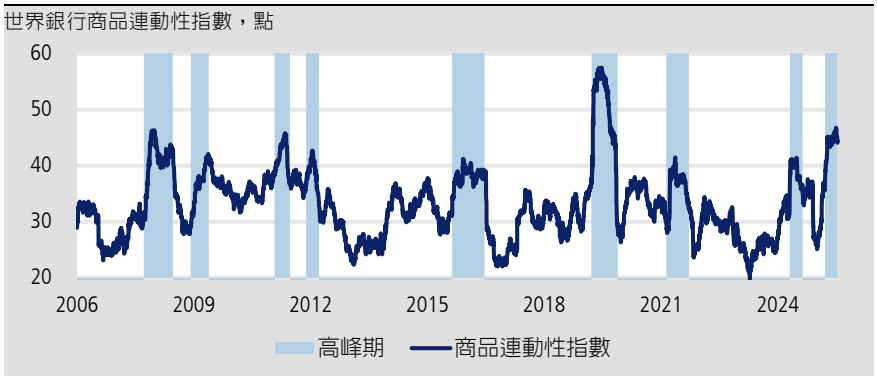
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 152：美伊戰爭讓商品普遍上漲，能源類漲幅最大



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 153：大宗商品具有一定程度的連動性，美伊戰爭是所有原物料普漲的導火索

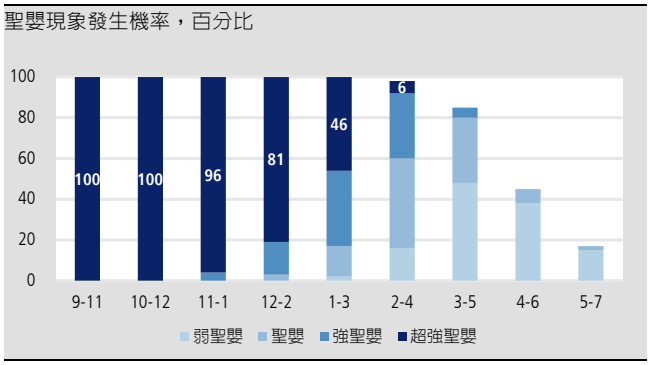


資料來源：World Bank；凱基

展望 2027，凱基認為趨勢上整體大宗商品指數會持續上漲，但漲幅會較今年有所收斂。如上文所述，整體大宗商品行情與美伊戰爭前景有很大的關連性，隨著中期選舉結束，民主黨橫掃兩院，川普在內政上明顯已經失利，勢必要在外交層面尋找突破口，另外，民主黨掌控的國會短期仍無法阻止川普在軍事上的調度，僅能透過撥款法案來限制長期軍事開支，綜合以上，短中期美伊衝突仍存在很大的不確定性，加上我們認為美國與伊朗之間的談判進展緩慢，第一階段的荷姆茲海峽通行談判仍沒有實質結果，何談第二階段更複雜的核武談判。因此我們認為至少在 1H27「僵持」是現在最可能維持的情境，市場可能會在時而好轉、時而惡化的地緣局勢消息中波動，而地緣政治風險也是我們認為大宗商品在 1H27 仍趨勢向上的第一個原因。當然，隨時間拉長，民主黨在立法的主動權與掌握各項撥款，伊朗戰爭的開支勢必將被迫削減，這讓戰爭長期化的可能性下降，也有望脅迫川普在戰爭上面的妥協，中東地緣政治關係或許也將好轉。

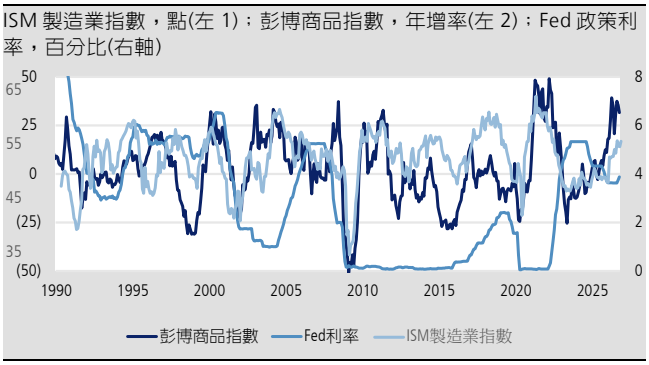
另一個使大宗商品價格偏向上行的風險是氣候，據 NOAA 估算，超強聖嬰現象在 2026 年底至 2027 年初將達到高峰，今年底 12 月-明年 2 月、明年 1-3 月的超強聖嬰發生機率也分別有 81%與 46%，這是有可比數據以來的第五次的超強聖嬰現象，雖每次超級聖嬰現象對泛農產品價格指數的影響不盡相同，但據歷史統計在 1970 年以來的所有聖嬰現象前後，農產品價格將比中性期間高出約 4.7%，特別是在高曝險的熱帶地區作物，如棕櫚油、白糖、咖啡與可可。1H27 的氣候不確定性則是大宗商品僵固的第二個原因。

圖 154：超強聖嬰現象已經發生，且可能持續到明年第一季，聖嬰現象對廣泛農產品價格帶來不確定性



資料來源：NOAA；凱基

圖 155：景氣在 2027 維持如 2026 年強勁復甦的難度較大，這會帶給大宗商品壓力



資料來源：Bloomberg；凱基

除了這兩個在 2027 年使大宗商品價格存在上行風險的原因後，我們認為還有一個潛在下行風險，2026 年在 AI 投資的大力挹注下，全球景氣出現復甦，但在面臨高基期的 2027 年，廠商資本支出或獲利水平成長率是否能繼續創高將是一項考驗，其次聯準會的升息循環已於 2H26 啓動，高利率環境難免也帶給景氣一些壓力，考量大宗原物料與景氣循環的緊密關聯，這也是凱基預計大宗商品的漲幅不大可能超越今年的主因。

結論來說，在「地緣政治風險與聖嬰現象於上半年消退，下半年景氣於高利率環境下放緩」的基本情境下，預計 1H27 整體原物料價格維持高檔震盪，2H27 則出現峰值回落。這樣的結論基礎在於上半年戰爭造成的供應中斷仍

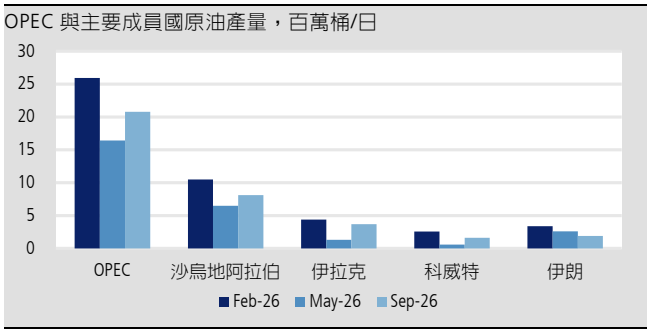
存在，超強聖嬰現象在 1H27 後逐漸消退，並且下半年隨戰爭供應問題緩解與全球景氣動能減緩，原物料價格將呈現回落。能源方面，上半年原油價格處 90 美元/桶波動，下半年有機率回到衝突結束後的均衡 70 美元/桶，上半年成品油價格漲幅依然較原油大；農產品方面，上半年預計整體農業指數延續上行，下半年回落，聖嬰現象對熱帶商品影響明顯，關注糖市場；金屬方面，預計上半年工業金屬將繼續跑贏貴金屬，不過下半年貴金屬有望重新反彈。標的上 1H27 以熱燃油、原糖與銅具機會；2H27 黃金具機會。最後，2027 年對原物料市場而言，應著重關注的三件事情：(1)美伊與烏俄的地緣政治變化、(2)全球 AI 與升息環境對景氣循環的影響以及(3)1H27 超強聖嬰現象對作物的衝擊。

(1)能源：流量恢復但戰爭溢價難消散，成品油基本面更吃緊

2026 年布蘭特原油與西德州原油期貨分別上漲 60.3%與 57.8%，最大的漲幅一度都逼近 100%，並突破 100 美元/桶的價格，2026 年 3 月爆發的美伊戰爭直接把連續 3 年供過於求的原油市場轉換成供應緊俏的基本面，荷姆茲海峽的封鎖讓所有海灣國家（沙烏地阿拉伯、阿拉伯聯合大公國、伊拉克與科威特）石油出口一度完全中斷，OPEC 組織原油產量降至 50 年以來新低，也使得油價飆升至 120 美元/桶，雖 6 月雙方簽署諒解備忘錄讓油價重回 70 美元附近，但不到一個月該份協議即被迫中止，美國完全封鎖伊朗所有貿易路線，與此同時葉門胡賽武裝組織與沙烏地阿拉伯衝突再起、烏克蘭加大對俄羅斯煉油廠的打擊，三個戰線的惡化又讓油價重新回到今年初的高點。

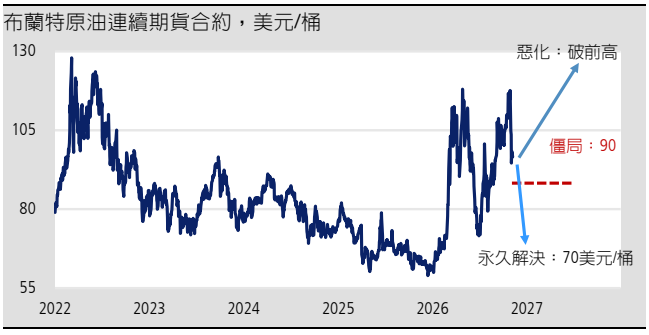
雖然 OPEC 國家透過荷姆茲海峽—阿曼側進行石油運送，利用船對船接送方式將石油運往亞洲，實際上中東地區原油出口已有所恢復，OPEC 產量已恢復至 20.8mb/d，為戰前的 80%，沙烏地阿拉伯產量回復至 8.1mb/d，同為戰前的 77%，不過國際油價仍處在 100 美元的高位附近。這表明讓市場擔心的是對於整個戰爭走向的不確定性，如同前述，我們認為在雙方僵持不下的情況下，這樣的市場戰爭溢價將很難消除，凱基認為基本情境下布蘭特原油均價大概會在 90 美元/桶附近；若局勢惡化，在考量當前庫存水位偏低的脆弱性，油價要突破前高是輕而易舉；而若美伊在 1H27 得到永久性的停戰條件，那油價有機會回落至先前的均衡 70 美元/桶的價位。

圖 156：OPEC 組織原油產量已恢復至戰前水準的 80%



資料來源：EIA；凱基

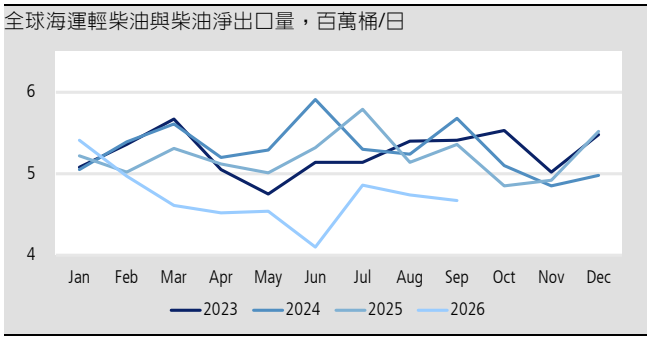
圖 157：在「僵局持續」的基本情境下，布蘭特中價約在 90 美元/桶



資料來源：Bloomberg；凱基

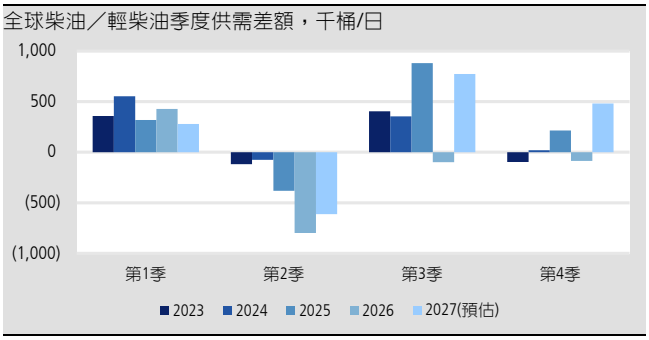
相較於原油市場，由於美伊戰爭、烏俄戰爭針對的大部分都是煉油設施，因此在產量與運量上目前為止依然處於相對稀缺的狀態，據統計全球成品油海運量為 2.37 億公噸，年減 10.9%，其中海灣地區成品油出口仍低於戰前水準的一半，9 月成品油出口量為 1.9mb/d，僅為戰前水準 4.7mb/d 的 40%，也相對原油 80%的產能恢復低上不少。而其中柴油市場是格外緊張的市場，據 IEA 統計 9 月中東和俄羅斯的柴油淨出口合計下降 1.3mb/d 至 0.82mb/d，年減超過 60%。凱基認為從石油運輸現況來看，成品油的供需基本面較原油市場更為緊張，加上中東與俄羅斯煉油廠也有部分受損情況，若地緣政治情境維持於僵局的情況下，成品油價格的趨勢將隨時間墊高。

圖 158：受烏俄戰爭與中東衝突影響，全球柴油出口低迷



資料來源：IEA；凱基

圖 159：1H27 全球柴油供需依然吃緊，且均低於以往季節性

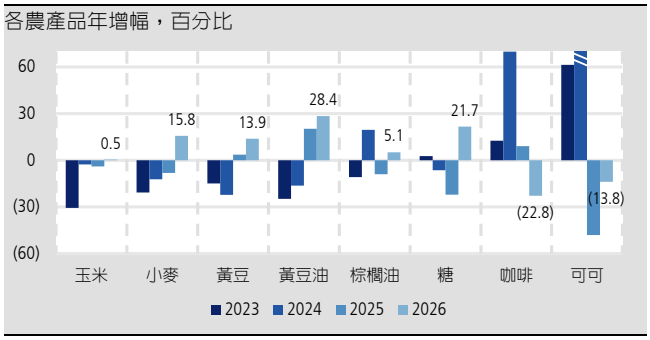


資料來源：IEA；凱基

(2)農產品：聖嬰與地緣政治風險交疊，關注熱帶作物供應風險

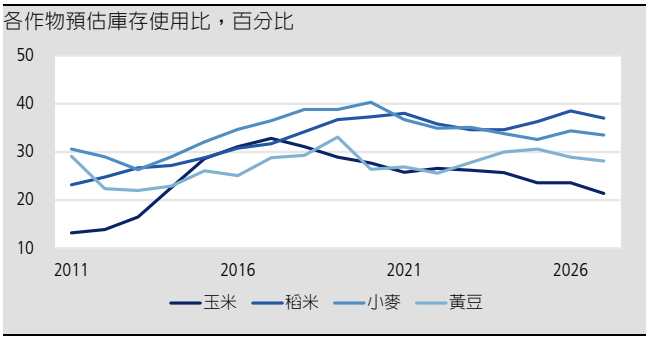
今年以來，彭博農業指數上漲 5.8%，其中穀物指數（黃豆、小麥與玉米）上漲 2.5%，終結 2023 年以來連續三年的下跌，軟性商品指數(白糖、棉花、咖啡與可可)上漲 2.1%，主要為白糖與棉花價格上漲帶動。烏俄戰爭的升級使得穀物與油籽運輸受阻、中東能源供應中斷推升生質燃料需求以及聖嬰現象對作物的影響開始顯現，多項供應面挑戰讓農產品價格築底反彈。

圖 160：黑海運輸受阻、中東能源斷供與聖嬰現象讓農產品結束連續三年的跌勢



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 161：各受不同因素影響，穀物與黃豆的庫存使用比都有一定程度的回落

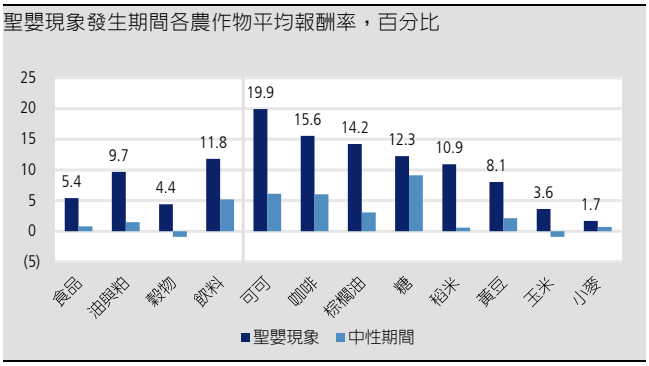


資料來源：USDA；凱基

展望 2027，農產品走勢相較其他大宗商品而言又相對複雜，其不確定性又更高，不僅是中東地緣政治的不確定性，還有烏俄戰爭以及超強聖嬰現象的發展。但無論為何，當前農產品市場的供需也轉為吃緊，受乾旱、高溫及部分產區種植面積縮減影響，USDA 預計全球 26/27 年度穀物(包括黃豆)的庫存使用比均較 25/26 年度有所下滑，雖然整體水準仍處於偏高位置，但應對供應中斷的能力已逐步減弱。

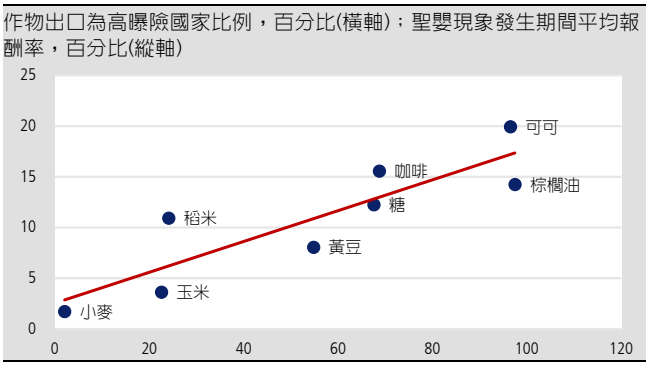
另一方面，2026 年底至 2027 年初高機率出現的超強聖嬰現象也會對農作物帶來上行風險，據世界銀行統計，1970 年以來的歷次聖嬰現象發現，食品原料與飲料原料價格漲幅分別較中性期間高出 4.6%與 6.6%，按作物來看咖啡、可可、棕櫚油與糖等熱帶作物的漲幅最為明顯，當然這與該作物生長國家是否處於聖嬰現象高曝險的地區有關，穀物由於出口國家相對分散且都位於低曝險地區，因此漲幅就相對低許多。

圖 162：聖嬰現象發生期間，農作物價格明顯比中性期間高



資料來源：World Bank；凱基

圖 163：曝險比例越高的作物漲幅也越大，尤其為熱帶作物



資料來源：World Bank；凱基

在 1H27 農產品兩大主軸「中東地緣政治」與「聖嬰現象」之中，均有受惠的商品可能是原糖，國際糖業組織 ISO 將 25/26 年度全球原糖過剩量由 220 萬公噸下修至 110 萬公噸，並估計 26/27 年度將會短缺 20 萬公噸，受制於巴西強降雨以及印度季風偏弱，另外甘蔗在糖與乙醇之間的分配也因生質燃料需求增加，讓廠商轉向生產乙醇進一步壓縮原糖供應，故我們認為偏高的能源價格與超強聖嬰現象讓糖價上行風險增加。

結論來說，若地緣政治維持現在的僵局，評估 2027 年農作物價格仍有進一步向上的空間，再者，考慮高能源價格下各國對於生質燃料需求、超強聖嬰現象對熱帶農作物的風險，凱基認為泛農業、糖是在 2027 具有機會的標的，不過仍要持續追蹤黑海運輸還有聖嬰現象發展的情況做調整。

(3)貴金屬：留意貨幣政策轉向時機，黃金底部已近

今年以來金價走出倒 V 的趨勢，年初在投機情緒炒作下，金價在 1 月份便從 4,300 美元/盎司飆升至 5,600 美元/盎司，漲幅達到 30%，但隨著 Warsh 確定接任 Fed 主席，消除市場對 Fed 獨立性疑慮，加上美伊戰爭爆發，能源通膨竄升也使聯準會轉向升息，政策獨立性重拾與貨幣循環轉變，讓黃金

2023 年以來的牛市正式結束，黃金從 1Q26 的峰值 5,300 美元/盎司一路下跌至 4,000 美元/盎司。

以現階段來看，美國 CPI 年增率維持在 3%之上，能源價格的攀升依然帶給整體 CPI 僵固風險，美國勞動市場同樣展現韌性，截至 10 月的過去三個月，平均每月新增就業的人數達 13.7 萬人，兩項數據都很難支持 Fed 重回降息，而這也是黃金目前面臨的最大阻礙。當然黃金的長期結構性利多依舊存在，包括全球央行儲備資產多元化、財政赤字問題以及地緣政治不確定性，這些因素從年初放到現在來看依然沒有改變。

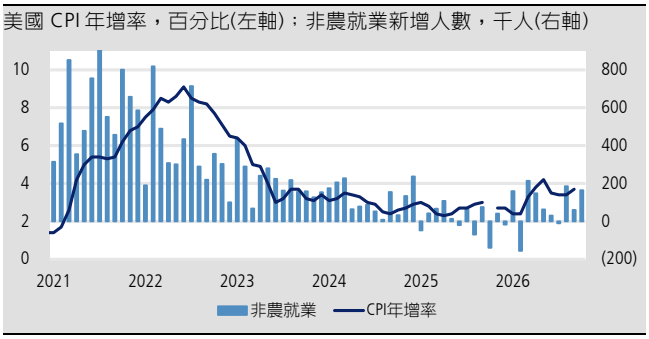
展望 2027，凱基認為黃金的底部已經不遠，但即便底部已近並不代表要馬上出現反彈或是創歷史新高，要有強勁的上漲動能或許要等到 2H27，隨著地緣政治風險淡化、高利率環境對景氣的抑制效果顯現，當市場開始預期 Fed 有機會轉向降息之時，我們認為黃金新一輪的漲勢就會出現，故我們維持金價上半年弱勢盤整，下半年重新上漲的預估。

圖 164：歷經 2026 年初金價史詩級暴漲暴跌後，正式宣告 2023 年以來牛市的終結



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 165：美國通膨因戰爭而僵固，勞動市場也築底復甦，短時間要見到 Fed 重啓降息的機率不高

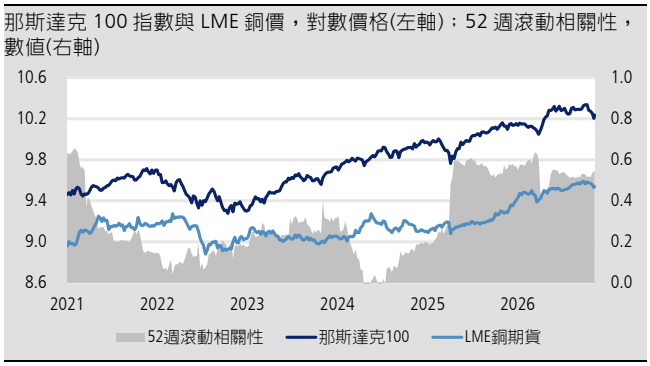


資料來源：Bloomberg；凱基

(4)基本金屬：AI 與景氣的潛在放緩，不利銅價續創新高

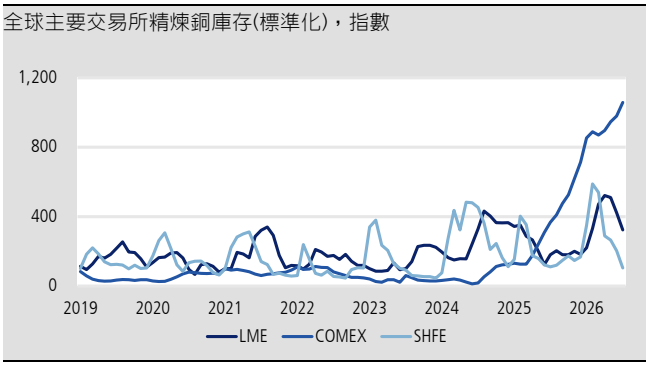
2026 年 COMEX 銅價上漲 12%，持續突破歷史新高，逼近 7.0 美元/磅，LME3 個月銅期貨價格上漲 11.9%，同樣持續創下歷史新高，逼近 15,000 美元/公噸。今年以來的漲勢可以歸納於三個：(1)美國是否於 2027 年開始針對進口精煉銅課徵關稅一直是懸而未決的問題，而這一不確定也持續讓精煉銅堆積在北美倉庫中，間接稀釋了全球可用供應；(2)AI 基建題材與全球景氣轉向擴張，自 2H25 以來，全球製造業在 AI 產業投資的帶動下走出一波向上循環，加上銅礦具有 AI 用電題材；(3)礦場端的供應問題層出不窮，包括印尼 Grasberg 礦區復產進度落後、智利 Escondida 礦區礦石品位持續下滑與多地礦場的罷工事件。

圖 166：AI 題材讓銅價與科技股關聯性上升



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 167：明年若銅關稅敲定，庫存回流是銅價的一個潛在風險



資料來源：Bloomberg；凱基

展望後市，雖然銅市供應面結構性短缺的問題仍未獲解決，但預計未來主導銅價漲跌的將是 AI 行情和景氣變化，凱基認為銅價在 1H27 仍會維持高檔，但全球景氣在利率持續墊高的背景下繼續走強有一定難度，預計 2H27 隨景氣的放緩，銅價可能會偏向震盪。此外，關於精煉銅關稅是否課徵也仍沒有答案，雖然民主黨在中期選舉翻盤並沒辦法阻止川普對銅課徵關稅，但或許能一定程度上限制川普在關稅問題上的行動，抑或是提出其他反制措施；但無論為何，只要關稅問題緩解，過去流向 COMEX 的庫存回流其他地區將會對銅價造成壓力，這也是 2027 年對銅市來說的另一個不利因素。

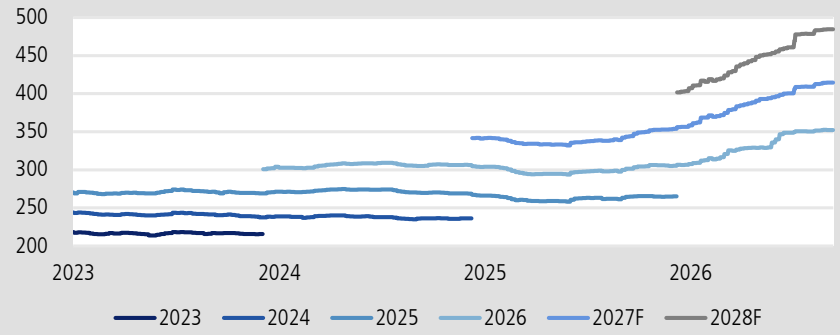
圖 168：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
11/30-12/3	NVIDIA GTC Washington D.C.	聚焦AI factories、實體AI、HPC、開放模型及美國AI政策，對NVIDIA、AI基礎設施及資料中心供應鏈均具重要參考性。
12月中旬	中國中央經濟工作會議	部署2027年經濟工作，關注財政刺激、貨幣政策、消費、房地產、地方政府債務與科技自主政策。
12/8-12/9	FOMC會議	市場仍預期年底前可能再升息，主因通膨壓力尚未明顯降溫；市場也將重新評估2027-2028年政策利率路徑。
12/14-15	G20峰會	聚焦全球貿易、能源、國際金融與地緣政治，美中及美歐貿易與關稅政策訊號可能影響全球風險資產。
12/16-17	ECB會議	若能源價格持續處於當前的偏高水平，即便尚未見到第二輪通膨效應，仍可能再升息1碼；關注最新釋出的經濟與通膨預估。
12/17-18	BOJ會議	通膨上行風險加上經濟韌性支持貨幣正常化方向，日本央行可能再升息一碼，維持一季一碼的升息速度。

資料來源：凱基整理

圖 169：S&P 500 各年度 EPS 預估

S&P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Refinitiv；凱基

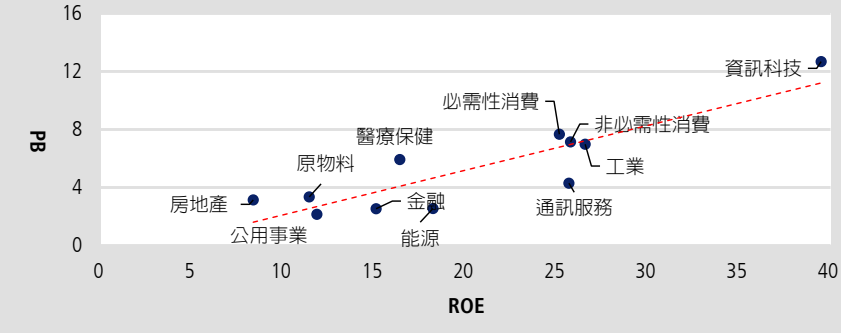
圖 170：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	3Q27	2026	2027
S&P 500	33.4	29.5	20.4	3.7	19.8	36.6	16.2
非必需性消費	4.8	11.9	(8.8)	(32.0)	20.0	36.1	(3.3)
必需性消費	6.8	4.0	6.6	1.2	6.5	8.2	5.9
能源	152.1	153.2	114.9	(11.1)	(24.0)	111.8	(7.1)
金融	9.1	11.9	8.8	(0.6)	9.0	16.9	7.9
醫療保健	10.6	12.2	23.6	33.7	11.2	2.3	22.5
工業	22.3	3.3	7.5	15.8	16.2	17.5	15.1
原物料	32.3	38.0	20.0	5.1	12.0	39.8	11.4
房地產	5.5	3.9	6.2	5.7	6.3	8.4	6.3
資訊科技	70.5	56.7	54.5	37.9	37.4	65.0	41.1
通訊服務	21.7	8.0	(24.0)	(41.1)	47.3	51.9	(9.3)
公用事業	11.2	9.2	1.1	12.6	3.1	11.5	8.4

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 171：S&P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 172：美國重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-26	Oct-26
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar						0.2			2.5			2.2			3.4	
	GDP年增率	YoY %	6.3	2.4	2.9	3.0		2.0			2.6			2.2			2.1	
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4	3.4	3.7	
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4	2.6	
	PCE物價指數	YoY %	4.0	6.6	3.9	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	3.4	3.6	3.8	3.5	3.4	3.4	3.6	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	3.0	2.7	2.9	2.9	3.0	3.1	3.1	3.2	3.0	3.0	3.0	3.1	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.8	61.5	61.4	61.6	61.8	61.9
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	41	(17)	160	(156)	214	148	63	31	(10)	186	60	165
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528		232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)	(87)	569	406	463
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.8)	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)	(46)	(39)	(20)	(71)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.44	1.35	1.43	1.36	1.39	
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.2	3.1	3.2	3.1
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7	1.4	1.7	1.5	1.3	1.6	2.3	
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	9.2	13.1	8.3	10.2	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.0	14.9	13.4	14.7	13.9	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.43	1.44	1.40	1.39	1.38	1.37	1.35	1.34	1.31	1.33	1.34	1.33		
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	1.47	1.47	1.47	1.46	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.32	1.41	1.38	1.38	1.39	1.38	1.36	1.37	1.36	1.36	1.38	1.36		
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3	55.6	54.6	54.5	55.5
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0	54.1	55.4	54.9	54.5
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0	56.7	53.7	55.3	55.5
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.06)	(0.12)	(0.20)	(0.29)	(0.06)	(0.05)	0.23	(0.11)	0.11	(0.07)	0.01	0.12	(0.08)	0.07	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.4)	(1.1)	(0.9)	(0.6)	(0.5)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5			5.3			8.1			0.0			1.7
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)			16.1			4.8			16.1			(11.7)
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374	1,433	1,403	1,398	
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,182	1,439	1,369	1,288	1,221	
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	757	723	576	630	659	641	636	680	647	680	676	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1	4.1	3.9	4.0	3.8
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.5	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	1.7	2.2	2.5	2.7		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	2.9	2.3	2.9	2.3	1.5	2.0	2.3	1.9	2.2	2.7	2.7	2.4	2.7	2.5	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	1.4	1.1	2.9	2.1	2.2	3.5	3.6	4.1	6.7	5.9	4.5	5.6	6.3	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	16.9	10.3	1.2	1.9	3.7	2.9	2.7	3.4	4.8	5.6	7.2	5.9	5.2	6.3	7.2	
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5	16.3	16.8	16.0	15.5
	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	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2	90.2	88.6	84.2	91.7
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	55.2	51.7	48.1	48.0
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.7)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.5)	(6.0)	(5.4)	(6.0)	(6.4)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)		(3.7)			(3.0)			(2.9)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	203.5	102.3	12.9	55.8	79.7	105.3	231.2	175.5	(27.9)	279.2		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	4.00	4.00
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.47	4.73	4.75	5.28	4.93
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2	99.9	99.4	101.5	101.9

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 173：台灣重要經濟數據彙總

指標		單位	2021	2022	2023	2024	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26	Sep-26	Oct-26
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3		13.0			15.4			12.9			14.4	
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2	2.6	2.5	2.1	2.7	2.3
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1	2.4	2.4	2.3	2.5	2.2
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9	11.9	22.6	24.0	22.8	19.2	
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1	55.2	55.1	54.7	56.7	54.9
	景氣對策燈號						黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	40.0	39.0	41.0	41.0	40.0	41.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.9	(3.2)	(1.7)	2.0	13.7	14.8	15.8	16.9	18.4	20.1	21.6	22.9	23.8	24.4	24.7	
	景氣同時指標	YoY %	8.9	(1.3)	(9.5)	2.6	19.2	20.0	20.9	21.4	21.8	21.9	22.3	22.8	23.3	23.6	23.8	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	5.3	8.0	7.8	6.5	8.5	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	64.0	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5	74.8	75.3	82.4	87.2	96.8
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	48.1	43.2	46.8	37.0	58.9	53.3	60.5	62.6	58.1	60.0	63.6	68.9
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	16.0	19.3	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9	12.2	17.2	22.4	23.6	27.9
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	55.9	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7	40.3	32.8	41.0	60.9	58.9
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	45.2	15.2	63.0	6.6	37.1	28.6	53.9	51.5	37.0	43.8	51.7	75.1
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	89.5	95.3	97.9	103.0	114.2	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	47.2	59.4	61.9	71.4	62.4	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	9.6	9.4	7.3	6.7	7.2	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	7.8	8.1	7.4	6.8	7.2	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1	597.2	594.3	601.9	600.8	596.4
	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	31.4	31.4	31.5	31.2	32.0	31.7	31.4	31.8	32.3	31.7	31.8	32.5

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 174：全球金融市場彙總

	最新價	月報酬(%)	季報酬(%)	年報酬(%)
全球股市				
MSCI ACWI指數	1,116.27	(2.41)	(3.84)	11.61
成熟市場股市				
MSCI世界指數	4,870.41	(1.90)	(3.25)	11.77
美國S&P 500指數	7,592.40	(2.73)	(2.65)	12.69
歐洲STXE 600指數	664.14	4.59	0.74	14.37
英國FTSE 100指數	10,877.41	2.13	0.97	10.91
德國DAX指數	26,798.09	6.09	1.89	11.47
法國CAC 40指數	8,363.41	6.84	(3.32)	1.59
日經225指數	61,142.35	(9.79)	(10.49)	19.23
恒生指數	23,637.60	(2.91)	(6.93)	(12.69)
恒生中企指數	7,937.53	(2.90)	(5.80)	(17.31)
新興市場股市				
MSCI新興市場指數	1,555.10	(6.35)	(8.27)	10.31
MSCI新興亞洲指數	873.09	(6.49)	(9.29)	11.71
MSCI新興歐非中東指數	265.81	2.39	(2.46)	4.15
MSCI新興拉美指數	2,797.95	(16.61)	(4.70)	4.43
上證指數	3,634.35	(4.38)	(7.45)	(9.81)
深證指數	2,103.26	(9.70)	(18.53)	(17.39)
韓國KOSPI指數	5,290.53	(12.34)	(22.35)	26.85
台灣加權指數	43,675.12	(9.65)	(5.10)	56.52
印度孟買指數	81,592.45	11.72	4.50	(3.42)
俄羅斯RTS指數				
巴西IBOVESPA指數	171,324.31	(17.19)	2.53	9.01
美國股市				
道瓊工業指數	52,297.09	1.21	(2.87)	10.20
那斯達克綜合指數	25,366.09	(6.76)	(5.36)	10.91
費城半導體指數	10,506.67	(13.94)	(15.65)	54.09
羅素2000指數	2,799.06	0.56	(8.31)	17.46
S&P 500指數期貨				
VIX指數	18.32	19.97	25.22	(8.40)
S&P 500非必須性消費指數	1,987.61	6.23	2.18	5.09
S&P 500必須性消費指數	1,025.11	8.64	7.93	19.07
S&P 500能源指數	987.10	(4.36)	5.66	42.62
S&P 500金融指數	967.00	6.04	(0.09)	9.88
S&P 500健康醫療指數	2,187.36	10.50	11.53	22.98
S&P 500工業指數	1,433.10	0.39	(8.82)	11.44
S&P 500科技指數	6,538.19	(10.69)	(7.56)	14.82
S&P 500原物料指數	658.47	4.01	0.76	18.56
S&P 500房地產指數	283.07	5.77	(1.40)	10.09
S&P 500通訊服務指數	421.16	(12.58)	(8.14)	(0.31)
S&P 500公用事業指數	444.63	4.58	(0.43)	(1.09)
中國股市				
滬深300指數	4,016.29	(6.07)	(13.89)	(14.58)
深成指	10,968.79	(11.21)	(23.24)	(18.61)
深中小指數	12,368.96	(7.85)	(15.74)	(14.80)
創業版指數	2,426.08	(17.99)	(32.35)	(24.23)
10年期公債殖利率				
美國	5.13	(1.52)	10.48	24.52
日本	2.87	(4.68)	(0.49)	69.28
德國	3.38	(2.62)	7.89	25.67
英國	5.33	(2.09)	7.67	20.19
投資等級債				
全球美元投資級債指數	318.66	0.75	(1.61)	(0.93)
高收益債				
全球	1,858.49	0.07	(2.93)	1.21
美國	2,934.00	0.38	(1.92)	2.02
歐洲	503.44	0.58	(1.87)	0.92
亞洲	207.49	(0.08)	(1.04)	3.76
新興市場債				
新興市場美元綜合債	1,380.58	0.57	(2.06)	0.26
新興市場主權債	455.25	0.71	(2.37)	0.18
新興市場公司債	322.64	0.26	(1.71)	0.63
外匯				
美元指數	103.24	1.03	3.27	4.11
EUR/USD	1.11	(1.29)	(4.11)	(4.98)
USD/JPY	159.93	(1.00)	(0.27)	(3.36)
GBP/USD	1.32	(0.17)	(1.88)	0.31
USD/CNY	6.67	0.31	1.09	6.36
USD/CHF	0.84	(0.61)	(2.82)	(5.35)
USD/KRW	1,336.65	0.40	6.33	9.68
USD/TWD	32.85	(2.10)	(2.10)	(5.42)
USD/CAD	1.43	(0.34)	(2.34)	(1.61)
AUD/USD	0.68	(2.79)	(3.82)	3.98
NZW/USD	0.55	(1.44)	(5.44)	(2.18)
USD/ZAR	16.90	(2.40)	(4.22)	0.85
原物料				
CRB指數	620.20	(0.14)	5.16	8.12
波羅的海指數	3,020.00	7.82	6.19	45.40
S&P/GS能源指數	270.15	(7.69)	15.44	96.03
S&P/GS工業金屬	265.85	(3.09)	(3.93)	14.93
S&P/GS農糧	36.44	(8.88)	(6.21)	(4.99)
WTI原油現貨	88.74	(5.33)	6.57	51.72
WTI原油期貨	88.24	(6.27)	8.60	50.35
黃金現貨	3,888.84	(6.53)	(10.61)	(6.78)
黃金期貨	3,896.70	(6.38)	(10.86)	(7.10)
鐵礦砂期貨	672.00	(2.18)	(7.05)	
LME銅3個月期貨				
DDR 4 4G現貨	19.23	8.95	35.33	489.88
DD4 4 8G現貨	31.36	(8.25)	(9.34)	204.76
Nand Flash 256G現貨	15.48	2.65	31.30	224.53
Nand Flash 512G現貨	17.22	(12.94)	(15.79)	166.15

資料來源：Bloomberg；凱基

附錄：ETF 分類索引

多元資產

全球股債(成長型)	AOR	iShares Core Growth Allocation ETF	全球股債(穩健型)	AOM	iShares Core Moderate Allocation ETF

資料來源：凱基整理

股市

地區&國家		
全球	ACWI	iShares MSCI ACWI ETF
全球除美國	SPDW	SPDR Portfolio Developed World ex-US ETF
EAFE	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF
美國(標普 500)	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust
作空標普 500	SH	ProShares Short S&P500
3 倍作空標普 500	SPXU	ProShares UltraPro Short S&P500
美國(道瓊)	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust
3 倍作空道瓊	SDOW	ProShares UltraPro Short Dow30
美國(Nasdaq 100)	QQQ	Invesco QQQ Trust
3 倍作多 Nasdaq 100	TQQQ	ProShares UltraPro QQQ
放空 Nasdaq 100	PSQ	ProShares Short QQQ
3 倍放空 Nasdaq 100	SQQQ	ProShares UltraPro Short QQQ
歐元區	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF
歐洲避險	HEDJ	WisdomTree Europe Hedged Equity Fund
日	EWJ	iShares MSCI Japan ETF
日避險	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund
英	EWU	iShares MSCI United Kingdom ETF
德	EWG	iShares MSCI Germany ETF
法	EWQ	iShares MSCI France ETF
瑞士	EWL	iShares MSCI Switzerland ETF
瑞典	EWD	iShares MSCI Sweden ETF
新興市場	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF
亞洲除日本	AAXJ	iShares MSCI All Country Asia ex-Japan ETF
中	FXI	iShares China Large-Cap ETF
中滬深 300	ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF
中國 3 倍作多	YINN	Direxion Daily FTSE China Bull 3X Shares
中國 3 倍作空	YANG	Direxion Daily FTSE China Bear 3X Shares
中企美國上市	PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF
港	EWH	iShares MSCI Hong Kong ETF
韓	EWY	iShares MSCI South Korea ETF
台灣	0050.TW	Yuanta/P-shares Taiwan Top 50 ETF
印度	INDA	iShares MSCI India ETF
巴西	EWZ	iShares MSCI Brazil ETF
越南	VNM	VanEck Vietnam ETF

風格		
美國成長	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF
EAFE 價值	EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF
小型股(羅素 2000)	IWM	iShares Russell 2000 ETF
小型股 3 倍作多	TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares
放空羅素 2000	RWM	ProShares Short Russell2000
大型成長股	SPYG	SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF
大型價值股	SPYV	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF
小型成長	SLYG	SPDR S&P 600 Small Cap Growth ETF
小型價值股	SLYV	SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF
標普高 beta(proxy 循環股)	SPHB	Invesco S&P 500 High Beta ETF
美股息	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF
全球高股息	IDV	iShares International Select Dividend ETF
美國低波動	USMV	iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF
財務強健	FTCS	First Trust Capital Strength ETF
美國基本面加權中小股	PRFZ	Invesco FTSE RAFI US 1500 Small-Mid ETF
S&P 500 品質股	SPHQ	Invesco S&P 500® Quality ETF
S&P500 價值股	VFLO	VictoryShares Free Cash Flow ETF

類股/產業		
科技	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund
能源	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund
醫療	XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund
必需性消費	XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund
公用事業	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund
非必需性消費	XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund
通訊服務	XLC	Communication Services Select Sector SPDR Fund
原材料	XLB	Materials Select Sector SPDR Fund
金融	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund
金融 3 倍作空	FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares
工業	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund
房地產	XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund
房地產 3 倍作多	DRN	Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares
半導體	SMH	VanEck Semiconductor ETF
半導體 3 倍作多	SOXL	Direxion Daily Semiconductor Bull 3x Shares
軟體	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF
零售	XRT	SPDR S&P Retail ETF
電商	IBUY	Amplify Online Retail ETF
餐飲	PBJ	Invesco Dynamic Food & Beverage ETF
銀行	KBWB	Invesco KBW Bank ETF
地區性銀行	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF
大銀行 3 倍作多	BNKU	MicroSectors U.S. Big Banks Index 3X Leveraged ETNs
保險	KIE	SPDR S&P Insurance ETF
油氣探勘與生產	XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF
油氣設備與服務	OIH	VanEck Oil Services ETF
天然氣公司	FCG	First Trust Natural Gas ETF
金屬&採礦	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF
黃金開採	GDX	VanEck Gold Miners ETF
銅開採	COPX	Global X Copper Miners ETF
基建	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF
運輸	IYT	iShares US Transportation ETF
航空	JETS	U.S. Global Jets ETF
國防/軍工	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF
生技	XBI	SPDR S&P Biotech ETF
醫材	IHI	iShares U.S. Medical Devices ETF
建築	XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF
電信	IYZ	iShares U.S. Telecommunications ETF
全球上游天然資源	GUNR	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund
全球能源	IXC	iShares Global Energy ETF
全球金屬&採礦	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF
全球基建	IGF	iShares Global Infrastructure ETF
全球國防/軍工	SHLD	Global X Defense Tech ETF
歐洲國防/軍工	EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF
歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF

主題		
ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology ETF
綠能	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF
太陽能	TAN	Invesco Solar ETF
自駕/電動車	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF
鋰電池	LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF

股市

地區&國家		

主題		
物聯網	SNSR	Global X Internet of Things ETF
機器人& AI	BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF
美國工業復興	AIRR	First Trust RBA American Industrial Renaissance ETF
量子電腦	QTUM	Defiance Quantum ETF
生成式 AI	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF
資料中心	DTCR	Global X Data Center And Digital Infrastructure ETF
AI 電力基礎建設	AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF
網路資安	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF
雲端運算	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF
區塊鏈	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF
元宇宙	METV	Roundhill Ball Metaverse ETF
FAANG 3 倍作多	FNGA	MicroSectors FANG+™ Index 3X Leveraged ETN
庫藏股回購	PKW	Invesco BuyBack Achievers™ ETF
IPO	FPX	First Trust US Equity Opportunities ETF
通膨受益	INFL	Horizon Kinetics Inflation Beneficiaries ETF
護城河	MOAT	VanEck Morningstar Wide Moat ETF
現金牛	COWZ	Pacer US Cash Cows 100 ETF
智慧電網	GRID	First Trust Nasdaq Clean Edge Smart GRID Infrastructure Index
波動度		
作多	VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF
2 倍作多	UVIX	2x Long VIX Futures ETF
作空	SVIX	-1x Short VIX Futures ETF

資料來源：凱基整理

固定收益

整體債券		
全球整體債券	BNDX	Vanguard Total International Bond ETF
美國核心整體債券	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF
公債		
美所有天期	GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF
美短天期(1-3M)	BIL	SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF
美短天期(1-3Y)	SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF
美中天期(3-7Y)	IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF
美中天期(7-10Y)	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF
美長天期(10-20Y)	TLH	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF
美長天期(20+Y)	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF
美長天期 3 倍作多	TMF	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bull 3X Shares
美長天期 3 倍作空	TMV	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bear 3x Shares
TIPS	TIP	iShares TIPS Bond ETF
短天期 TIPS	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF
利率避險	PFIX	Simplify Interest Rate Hedge ETF
免最低稅賦市政債	PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF

投資級債		
全球 IG 債	IBND	SPDR Bloomberg International Corporate Bond ETF
美國總 IG 債	LQD	iShares iBoxx $ Investment Grade Corporate Bond ETF
美國短期 IG 債	VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF
美國中期 IG 債	VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF
美國長期 IG 債	VCLT	Vanguard Long-Term Corporate Bond ETF
美國 AAA-A 級 IG 債	00751B.TW	Yuanta US 20+ Year AAA-A Corporate Bond ETF
非投資級債		
美國總 HY 債	HYG	iShares iBoxx $ High Yield Corporate Bond ETF
美國短期 HY 債	SJNK	SPDR Bloomberg Short Term High Yield Bond ETF
墮落天使	ANGL	VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF
新興市場債		
EM 美元債	EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF
EM 當地貨幣債	EMLC	VanEck J. P. Morgan EM Local Currency Bond ETF
EM 主權債	PCY	Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF
其他債券類		
可轉債	CWB	SPDR Bloomberg Convertible Securities ETF
MBS	MBB	iShares MBS ETF
銀行主順位放款	BKLN	Invesco Senior Loan ETF

資料來源：凱基整理

商品

綜合		
全商品指數	DBC	Invesco DB Commodity Index Tracking Fund
乾貨航運	BDRY	Breakwave Dry Bulk Shipping ETF
能源		
原油	USO	United States Oil Fund LP
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP
天然氣 2 倍作多	BOIL	ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas
天然氣 2 倍作空	KOLD	ProShares UltraShort Bloomberg Natural Gas
碳權	KRBN	KraneShares Global Carbon Strategy ETF
鈾礦(公司)	URA	Global X Uranium ETF

金屬		
黃金	GLD	SPDR Gold Shares
白銀	SLV	iShares Silver Trust
白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
鈀金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
銅	CPER	United States Copper Index Fund
稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF
農產品		
農糧總指數	DBA	Invesco DB Agriculture Fund
黃豆	SOYB	Teucrium Soybean Fund
小麥	WEAT	Teucrium Wheat Fund
玉米	CORN	Teucrium Corn Fund

資料來源：凱基整理

外匯及虛幣

外匯		
美元	UUP	Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund
美元作空	UDN	Invesco DB US Dollar Index Bearish Fund
歐元	FXE	Invesco CurrencyShares Euro Trust
歐元作空	EUO	ProShares UltraShort Euro
日圓	FXY	Invesco Currencyshares Japanese Yen Trust
日圓兩倍作多	YCL	ProShares Ultra Yen
日圓兩倍作空	YCS	ProShares UltraShort Yen
英鎊	FXB	Invesco CurrencyShares British Pound Sterling Trust
澳幣	FXA	Invesco CurrencyShares Australian Dollar Trust
加幣	FXC	Invesco CurrencyShares Canadian Dollar Trust
瑞郎	FXF	Invesco CurrencyShares Swiss Franc Trust
新興市場貨幣	CEW	WisdomTree Emerging Currency Strategy Fund

虛幣		
比特幣	IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF
作空比特幣	BITI	ProShares Short Bitcoin Strategy ETF

資料來源：凱基整理

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888 • 傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888 • 傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888 • 傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188 • 傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 JakartaSelatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股（OP）	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其
未評等 (R)	中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

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。

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幷公正性、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，本行幷不另行通知。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，幷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。