

全球配置 - 美股策略

市場焦點由關稅戰轉向貨幣政策，惟降息並非股市萬靈丹

焦點內容

1. 對等關稅不確定性高峰已過，但並非整個關稅戰不確定性消失，因川普仍有很多貿易相關法條可遂行其關稅戰
2. 關稅的疤痕已在美國經濟顯現，且下半年、特別是 4Q 會趨於明顯，預估股市獲利成長未來也會重新下修
3. 影響盤勢的焦點從關稅戰轉向貨幣政策，但降息並非股市萬靈丹，特別是本次的背景是經濟尚未顯著下行、股市也還沒真的下跌情況下

重要訊息

對等關稅對美股影響有鈍化現象，但產業型關稅的不確定性仍可能三不五時咬股市一口，且整體關稅仍已對經濟與股市獲利造成疤痕。惟當前影響盤勢的焦點逐漸從關稅戰轉向貨幣政策，需注意的是降息並非總是股市萬靈丹。

評論及分析

對等關稅不確定性高峰已過，但並非整個關稅戰不確定性消失，因川普仍有很多貿易相關法條可遂行其關稅戰。8/1 公布的新一波對等關稅（並於 8/7 開始實施）在過去一個月來幾乎沒有新的「驚奇」（圖 1），近期反而遭上訴法院宣判違法，而讓市場上對於這個根據國際緊急經濟權力法（International Emergency Economic Powers Act/IEEPA）課徵的關稅是否回撤有了不同的想像。然而，就各國而言，對等關稅的「上檔」不確定性或許已見頂，但卻不是整個關稅戰的不確定性下降，原因是川普仍有太多貿易相關法條可以遂行關稅戰（圖 2）；產業型關稅，如目前的鋼鋁銅、汽車與零組件等所適用的貿易擴張法 232 條外，另一個我們認為可拿來運用、威力也很大的是貿易法 201 條。該法目的是協助國內產業因應進口競爭所做積極調整的措施，可課徵最高 50% 的關稅，且施行期間初始可達 4 年、並延長至 8 年（惟若加徵超過 1 年必須逐年降低）。

關稅的疤痕已在美國經濟顯現，且下半年、特別是 4Q 會趨於明顯，預估股市獲利成長未來也會重新下修。然而，即便對等關稅不確定性已經基本下降，其與產業型關稅對全球經濟所造成的疤痕已開始顯現。如同我們過去預測的，上半年的提前拉貨，最終貿易活動還是要面臨「校正回歸」下修、國內消化庫存的情境（圖 3），這點由相關船運也下滑可看出（圖 4）。就美國本身來說，關注 GDP 數字時更該注重國內私部門購買者最終銷售（final sales to private domestic purchasers），而這在上半年的兩個季中已經顯現（圖 5）；消費出現下滑，而投資在 2Q 也因先前提前拉貨而進口的資本財降低、出現較差的表現。我們認為這個趨勢在下半年、特別在 4Q 會更趨於明顯，除了投資因上述資本財進口將降低的因素外，消費在 2Q 因對等關稅僅有 10% 情況下表現尚可的現象，未來也無以為繼；據此，當下半年外需部分回歸較不扭曲（提前拉貨）的局面後，市場上最關心的美國內需將出現較明顯的下滑（圖 6）。

不只在經濟部分，股市獲利上也並沒有什麼可以樂觀的理由，儘管今明兩年的獲利預估都差不多在 5 月中停止下修並反彈（圖 7）。我們認為，無論從我們自行編制的調查數據綜合的指引（圖 8）、或從市場預估獲利淨下修比率提高（圖 9）的角度來說，未來獲利成長仍將面臨下修壓力。

影響盤勢的焦點從關稅戰轉向貨幣政策，但降息並非股市萬靈丹，特別是本次的背景是經濟尚未顯著下行、股市也還沒真的下跌情況下。因對等關稅不確定性降低，加上 9 月 Fed 降息在 8 月底的 Jackson Hole 全球央行會議後確定，近期主導盤勢的總經議題逐漸導向貨幣政策。不過，降息並不是股市的萬靈丹，其效果如何還是要看降息的「背景」如何而定。回顧過去降息的情況多數是因為景氣下行而起，因此大部分狀況並無法在剛降息時就讓股市止跌，而是需要一定時間才能發揮作用（圖 10）。先前經驗顯示，首次降息後平均需要 3-6 個月股市才會有一定的回升（圖 11），因獲利基本面需要時間恢復，受市場下跌氛圍拖累的評價也需要時間修復；至於類股的影響上，1990 年以來，泛科技股和醫療、必需性消費一般仍是降息下受益最立即且明顯的類股（圖 12）。

不過，這次即將到來的降息循環有些不同，儘管我們認同這次啟動降息的因素上，勞動市場下行的考量大於通膨能否下降，似乎顯示又是一次因景氣下行而作的降息決策；但很不一樣的是，目前無論市場所見或者 Fed 的預估，都還看不到景氣的明顯下行（含衰退情境）、甚至股市也未如過去般已經下跌，那麼我們有理由相信這次股市對降息後的反應可能與過去不同。

結論

對等關稅議題對股市影響逐漸鈍化，儘管並非整個關稅戰不確定性就此降低、且關稅對經濟與股市獲利的影響我們預計會在 4Q 逐漸增強，但市場焦點明顯轉向更著重貨幣政策的影響。從好的角度說，這次降息算是夠「即時」，對股市似乎是利多；但反過來說，降息若不在股市已下降的時候進行，以其過往常常會推升風險貼水（圖 13）、未必利多評價的情況下（這尤其常發生在如這次通膨預期不低、導致無風險利率加風險貼水所得到的股市評價對應之折現率反而衝高），我們不但看不到過往止跌的效果，也無法看到助漲情形。

拉長時間來看，對市場而言真正的利多除了來年獲利基本面回穩外，Fed 降息次數與幅度加大這種「持續」性寬鬆（前提是重新引發通膨）更關鍵。在這個情境下，不單是美股，全球的大類資產會有更廣大的投資主題，對應的 ETF 如下：

看多	評論
股市	
大盤：美股(SPY)、歐股(EZU)、日股(EWJ)	其中歐、日股受益於美國降息加速後美元貶值
風格：成長(IWW)	受益降息較明顯
小型股(IWM)與循環股(SPHB)	受益降息推動景氣改善
類股：房地產(XLRE)與銀行(KBWB)	利率敏感股
科技(XLK)、通訊(XLC)與非必需性消費(XLY)	泛科技股
債市	
新興市場債(EMB, PCY)	受益於美元貶值
匯市	
歐元、日圓	受益於美元相對貶值
原物料	
黃金(GLD)、黃金挖礦公司(GDX)	受益於美元貶值與實質利率下降
虛幣	
比特幣(IBIT)	受益於風險偏好提升對風險資產推高的效果

圖 1：最新關稅稅率表

	4/2稅率	7/7以後新稅率	備註	報復性關稅
英國	10%	10%	5/8達成協議，後續確立汽車(10%，但受10萬配額量限制)與航太(免稅)的優惠，鋼鐵與藥品仍未談妥	
越南	46%	20%	轉出口需課40%(防洗產地)，越南承諾對美商品全面開放0關稅(越南政府稱對於川普單方面公布雙方達成20%稅率表示措手不及，之後會繼續協商降低稅率)	
柬埔寨	49%	19%	7/7最後關頭前達成協議 8/31新關稅由36%下降至19%	
印尼	32%	19%	印尼承諾購買價值150億美元美國能源、45億美元美國農產品，以及50架波音飛機，也承諾對美商品全面開放0關稅	
菲律賓	17%	19%	與美國達成協議，自20%下降至19%	
歐盟	20%	15%	7/27與美國談妥協議由30%降至15%，且必須投資美國6,000億美元(15%關稅包含汽車、製藥、半導體) 美國隊歐盟進口商品若原本的一班最惠國關稅稅率已經高於等於15%將不再額外加徵關稅，若現有關稅稅率小於15%商品，將會調升至15%	歐盟對美國也有一系列報務性關稅，時程如下： 原定8/7將對美國進口產品(包含農產品、家用電器等)徵收4.4%-25%額外關稅，不過目前宣布全部報復性關稅都將延後6個月 9/7與12/1也分別對其他產品課徵報復性關稅
日本	24%	15%	汽車關稅與農業開放為美日達成協議的關鍵阻礙，最終未即時達成協議 7/22 與美國達成協議，關稅自25%下降至15%，不過日本需向美國投資5,500億美元，並且需要開放汽車、卡車、農產品的市場 8/7 美國僅針對歐洲設有減輕關稅的特別條款，現有稅率未滿15%品項，稅率與對等關稅加總一率為15%，現有稅率逾15%品項則不會疊加15%對等關稅，後續日本與美國持續研議，最後美國承諾日本同樣適用減免條款，並將多徵收的關稅退回	
韓國	25%	15%	汽車關稅為韓美達成協議的關鍵阻礙，最終未即時達成協議 7/31達成協議，由25%降至15%，但須向美國投資3,500億美元且採購1,000億美元能源	
馬來西亞	24%	19%	馬來西亞自25%降至19%	
孟加拉	37%	20%	7/31公布之關稅從7/22公布的35%降至20%	
伊拉克	39%	35%	7/31 伊拉克被調升關稅自30%升至35%	
泰國	36%	19%	泰國自36%降至19%	
斯里蘭卡	44%	20%	7/31公布自7/22宣告之30%調降至20%	
中國	34%	30% (扣除芬太尼議題則為10%)	5/12達成僅為有效期的原則性框架協議(更適合對比的是4/9對各國暫緩實施的命令)；8月初會繼續談判 美中關稅寬限期將持續延後90天，自8/11生效並延後至11/10	2/4(中重度稀土管制於5/14前取消)對鎢及七大類中重稀土相關項目進行出口管制 4/10-5/14 對所有原產於美國商品徵收125%關稅 5/14 對所有原產於美國的商品額外徵收10%關稅
臺灣	32%	20%		
紐西蘭	10%	15%		
瑞士	31%	39%	瑞士於期限前仍未有效扭轉39%高關稅，高關稅恐對瑞士製造業與醫療業造成打擊	
印度	26%	50%	7/30川普公布對印度調降關稅至25%，並於8/7生效 8/7印度關稅再度被美國由25%調升至50%，理由是懲罰印度採購俄羅斯石油，將於8/27生效	
巴西	10%	50%	第一個對美逆差(鋼鐵產品、運輸設備(主要是飛機和飛機零件)、專業機械(如土木工程設備)和非金屬礦物)但卻遭提高關稅的國家，原因是對前總統政治迫害；巴西稱將對等報復 美國對巴西關稅在紛亂中，最終於7/30川普簽署行政命令而告一段落，美國將對巴西課徵總共50%關稅(10%基準關稅+40%關稅)，政治問題為主要導火線	
加拿大	25%	35%	排除USMCA協議之商品項目 8/1起更新轉運罰款，除了要接受40%關稅外，轉運貨物還可能受到額外處罰	3/13對價值298億加幣的美國原產商品加徵25%從價稅 4/9起，對不符合USMCA規定的組裝車以及符合USMCA但含有非加拿大與墨西哥的完全組裝車加徵25%關稅
墨西哥	25%	30%	7/12宣布將於8/1開始課徵30%關稅，不過排除USMCA協議之商品(排除其他產業關稅)	

資料來源：各機構；凱基整理

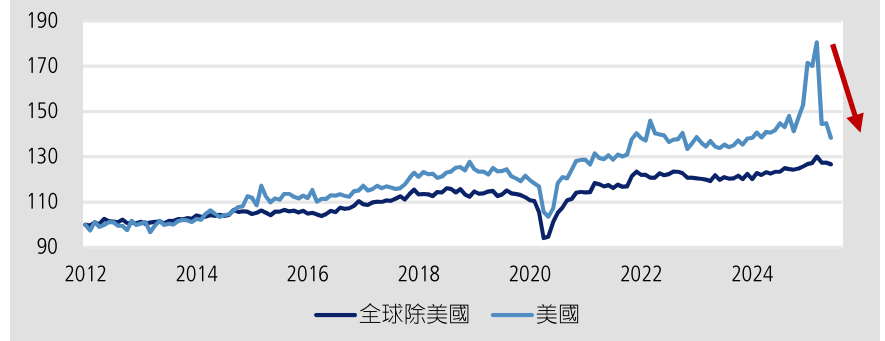
圖 2：除了 IEEPA 外，川普還有許多招來遂行他的關稅戰

法源	對象	特點	優缺點
1930年關稅法第338條	主要針對「貿易歧視」國	對特定國商品加徵最高50%關稅	- 不需調查、立即實施 - 已多年未被使用
1962年貿易擴張法第232條	基於「國家安全」理由對進口商品加徵關稅	- 可加徵關稅、或非關稅限制 - 銅鋁、汽車等產業關稅	國家安全調查需耗費數月時間
1974年貿易法第122條	面臨國嚴重貿易逆差或對國家安全造成威脅	對進口商品加徵臨時關稅(上限15%)或限配額	期限150天，延長須獲國會批准
1974年貿易法第301條	美國對「不公平貿易行為」進行報復	- 貿易代表署可主動調查，但多數是應企業申請 - 調查後與相關國家展開談判	調查需經過公眾意見徵詢及聽證，預計需數個月才能完成
1974年貿易法201條	協助國內產業因應進口競爭所作積極調整之措施	ITC調查後可向總統建議救濟措施，而總統具有最終決定權，包括提高關稅、設立關稅配額等舉措	- 初始為4年，可延長至8年 - 上限為50%，若加徵措施超過一年，則必須逐年降低比例
1977年國際緊急經濟權力法	在緊急情況下對進口商品加徵關稅或實施金融制裁	川普1.0曾多次引用，這次則可宣布芬太尼危機、美墨邊境危機	- 國會有權通過「否決聲明」撤銷總統命令 - 被貿易法院宣布違法

資料來源：各機構；凱基整理

圖 3：近月的拉貨潮已到了極致，而出現校正回歸了

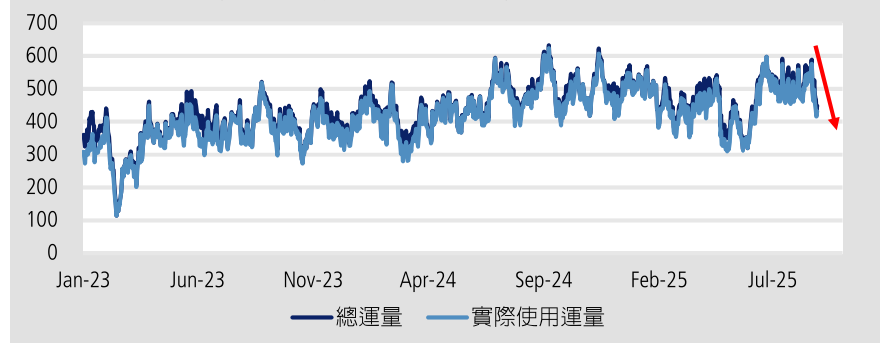
進口量變化(2012/1=100)：美國、全球除美國，百分比



資料來源：CPB；凱基整理

圖 4：中國開往美國的貨櫃船也回到常態

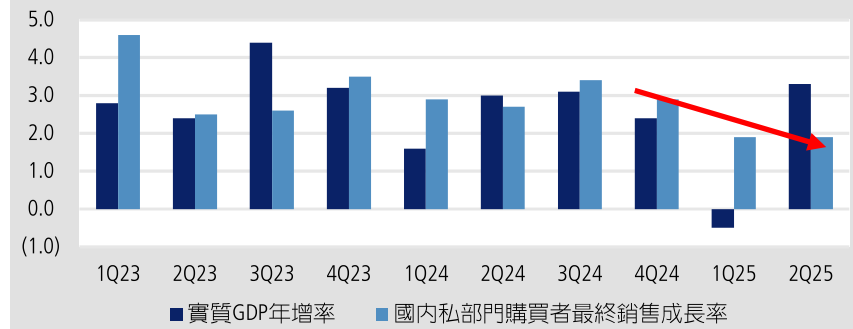
從中國往美國的貨櫃運輸船總數與實際運能，20 呎標準貨櫃當量(TEU)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：美國國內有效需求已經下滑，而下半年會更嚴重

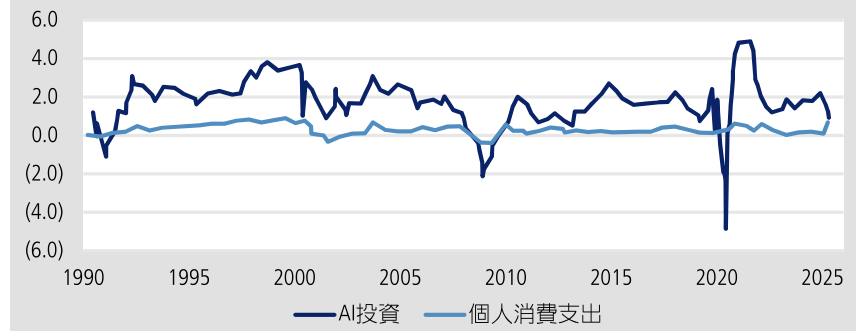
GDP 成長率、國內私部門購買者最終銷售(季增年率)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：預估含資本財進口的投資未來會下行，而 2Q 因預期心理反彈的消費未來下滑幅度會不小

AI 投資、個人消費支出對實質 GDP 變動的貢獻度，百分比

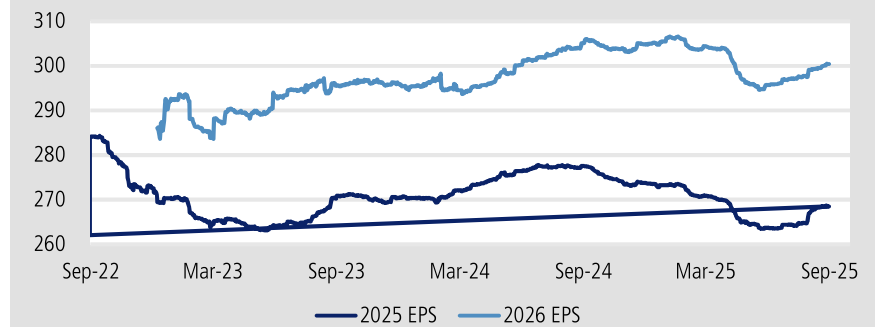


註：AI 投資包括軟體、資訊處理設備

資料來源：美國經濟分析局(BEA)；凱基整理

圖 7：獲利預估在下修數季後於 5 月中左右停止並緩慢回升/上修

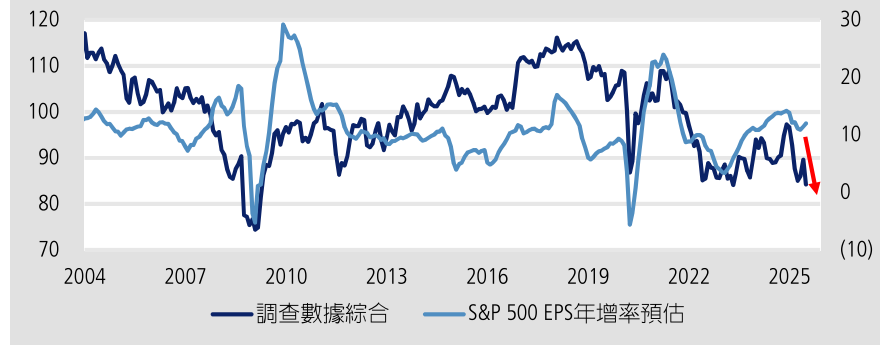
市場對於 S&P500 指數 2025 及 2026 年預估之 EPS，美元



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 8：調查數據已出現明顯下行，支持美股獲利仍會下修的預期

調查數據(soft data)綜合，點(左軸)；未來 12 個月 S&P 500 EPS 年增率預估，百分比(右軸)



註：調查數據包括 ISM 製造業指數、NFIB 小型企業樂觀指數、密大消費者信心(2003/1=100)
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 9：預估下修比率提高，整體 EPS 預估成長率也理應走低

獲利淨修正比率，百分比(左軸)；預估未來 12 個月 EPS 年增率，百分比(右軸)

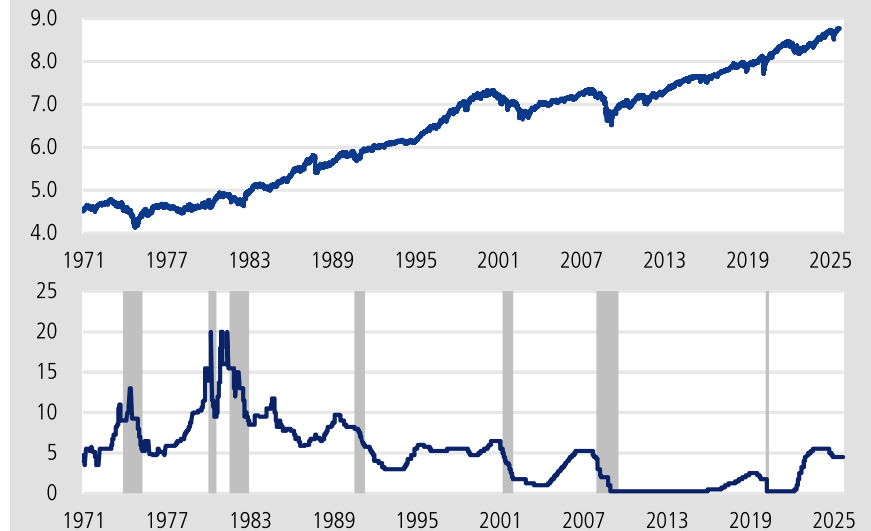


資料來源：LSEG；凱基整理

圖 10：因景氣下行而降息的情況，通常不足以立即讓股市托底

上層：S&P 500 指數(取對數)，點

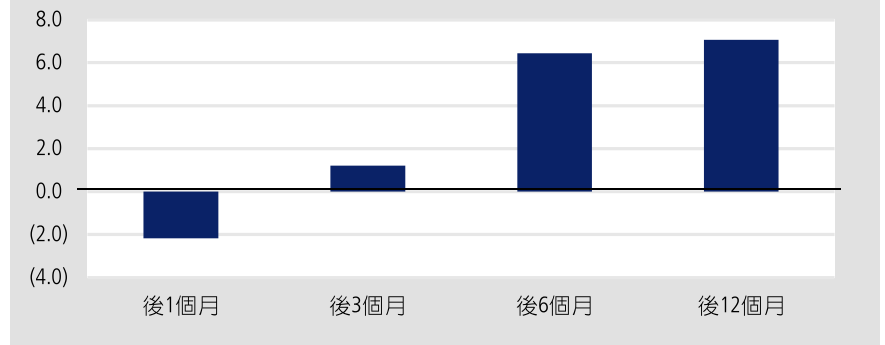
下層：聯邦資金利率，百分比



註：灰色區塊為美國經濟衰退期間
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 11：過往的經驗，首次降息後平均要 3-6 個月後才會對股市回升有一定結果

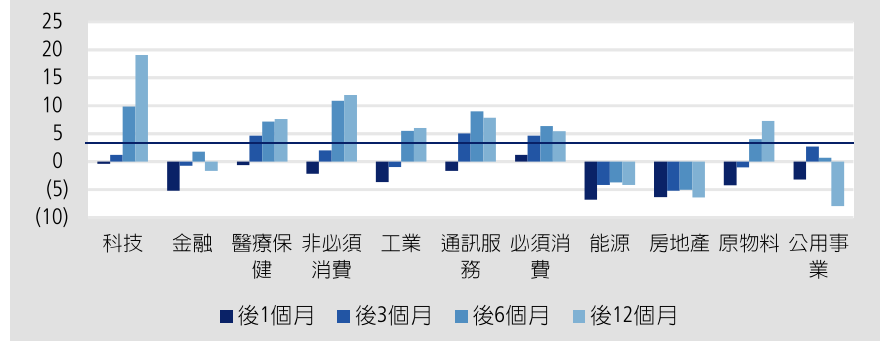
S&P 500 指數在降息後的平均報酬，百分比



資料來源：LSEG；凱基整理

圖 12：降息情境中，泛科技股和醫療/必需性消費一般仍是受益最立即且明顯的類股

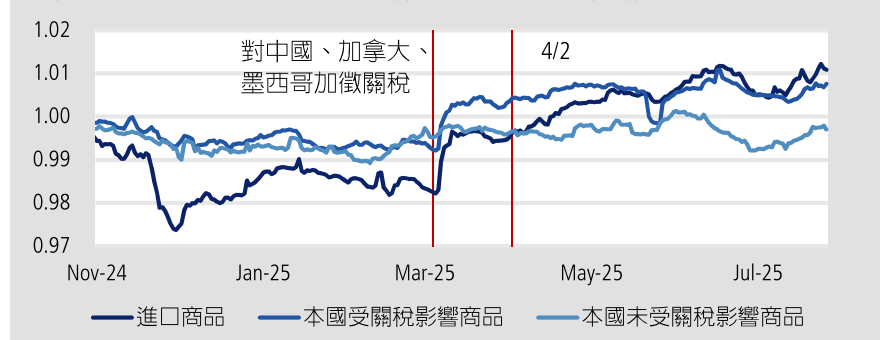
S&P 500 各類股在降息後的平均報酬(1990 年後)，百分比



資料來源：LSEG；凱基整理

圖 13：進口物價在 3 月的預期心理與 4 月開始實施的對等關稅都造成拉升的影響，而本國受關稅影響的物價則較明顯地反應在一開始 3 月的預期心理

每日物價指數(2024/10=1)：進口商品、受關稅影響商品、本國未受關稅影響商品，點



資料來源：哈佛大學；凱基整理

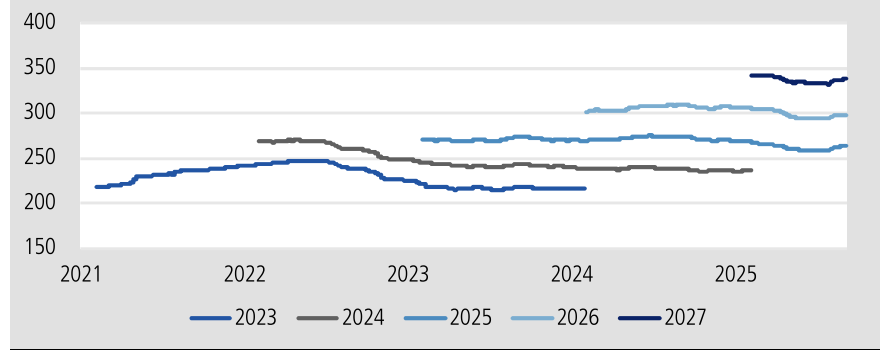
圖 14：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
9/11	ECB會議	關注最新釋出的經濟預估，預期年底前仍有降息1碼空間
9/19	BoJ會議	關注美日達成協議後會後聲明和記者會的變化，判斷年底前是否有升息1碼的可能
9/16-17	FOMC會議	目前市場預期9月Fed降息一碼機率約95%

資料來源：凱基整理

圖 15：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

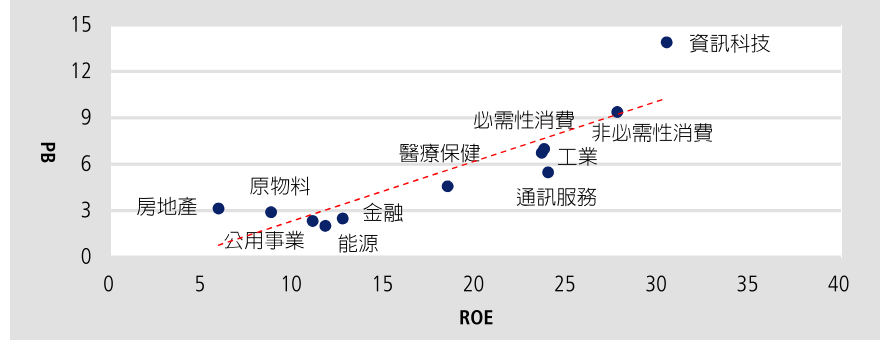
圖 16：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025	2026
S&P 500	13.7	13.2	8.4	7.5	12.1	12.2	12.1	10.5	13.4
非必需性消費	10.0	7.1	(1.3)	(1.4)	9.5	9.3	20.2	3.0	13.2
必需性消費	(5.4)	0.7	(2.1)	5.6	7.7	8.0	4.0	0.2	8.1
能源	(16.5)	(18.5)	(6.2)	0.1	6.5	20.1	(20.1)	(11.4)	16.6
金融	5.4	14.0	10.3	4.8	14.6	6.0	18.9	8.3	11.5
醫療保健	46.4	8.7	(0.1)	4.4	5.2	7.7	5.2	12.7	9.6
工業	11.2	4.2	16.7	1.0	11.8	18.3	2.4	8.0	17.0
原物料	1.0	(1.5)	15.3	14.3	19.6	16.1	(6.3)	3.0	18.0
房地產	(7.0)	1.6	18.7	1.1	14.7	7.7	3.2	3.7	9.6
資訊科技	18.1	24.4	21.6	17.8	23.9	21.3	21.5	20.2	19.5
通訊服務	31.1	48.8	5.7	7.3	(1.4)	6.1	26.2	20.8	7.7
公用事業	6.1	(1.8)	(2.6)	10.6	7.2	10.7	16.5	4.7	8.9

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 17：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

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			類股/產業		
全球	ACWI	iShares MSCI ACWI ETF	科技	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund
全球除美國	SPDW	SPDR Portfolio Developed World ex-US ETF	能源	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund
EAFE	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	醫療	XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund
美國(標普 500)	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	必須性消費	XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund
作空標普 500	SH	ProShares Short S&P500	公用事業	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund
3 倍作空標普 500	SPXU	ProShares UltraPro Short S&P500	非必須性消費	XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund
美國(道瓊)	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	通訊服務	XLC	Communication Services Select Sector SPDR Fund
3 倍作空道瓊	SDOW	ProShares UltraPro Short Dow30	原材料	XLB	Materials Select Sector SPDR Fund
美國(Nasdaq 100)	QQQ	Invesco QQQ Trust	金融	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund
3 倍作多 Nasdaq 100	TQQQ	ProShares UltraPro QQQ	金融 3 倍作空	FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares
放空 Nasdaq 100	PSQ	ProShares Short QQQ	工業	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund
3 倍放空 Nasdaq 100	SQQQ	ProShares UltraPro Short QQQ	房地產	XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund
歐元區	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF	房地產 3 倍作多	DRN	Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares
歐洲避險	HEDJ	WisdomTree Europe Hedged Equity Fund	半導體	SMH	VanEck Semiconductor ETF
日	EWJ	iShares MSCI Japan ETF	半導體 3 倍作多	SOXL	Direxion Daily Semiconductor Bull 3x Shares
日避險	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	軟體	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF
英	EWU	iShares MSCI United Kingdom ETF	零售	XRT	SPDR S&P Retail ETF
德	EWG	iShares MSCI Germany ETF	電商	IBUY	Amplify Online Retail ETF
法	EWQ	iShares MSCI France ETF	餐飲	PBJ	Invesco Dynamic Food & Beverage ETF
瑞士	EWL	iShares MSCI Switzerland ETF	銀行	KBWB	Invesco KBW Bank ETF
瑞典	EWD	iShares MSCI Sweden ETF	地區性銀行	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF
新興市場	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	大銀行 3 倍作多	BNKU	MicroSectors U.S. Big Banks Index 3X Leveraged ETNs
亞洲除日本	AAJ	iShares MSCI All Country Asia ex-Japan ETF	保險	KIE	SPDR S&P Insurance ETF
中	FXI	iShares China Large-Cap ETF	油氣探勘與生產	XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF
中滬深 300	ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF	油氣設備與服務	OIH	VanEck Oil Services ETF
中國 3 倍作多	YINN	Direxion Daily FTSE China Bull 3X Shares	天然氣公司	FCG	First Trust Natural Gas ETF
中國 3 倍作空	YANG	Direxion Daily FTSE China Bear 3X Shares	金屬&採礦	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF
中企美國上市	PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF	銅開採	COPX	Global X Copper Miners ETF
港	EWH	iShares MSCI Hong Kong ETF	基建	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF
韓	EWY	iShares MSCI South Korea ETF	運輸	IYT	iShares US Transportation ETF
台灣	0050.TW	Yuantai/P-shares Taiwan Top 50 ETF	航空	JETS	U.S. Global Jets ETF
印度	INDA	iShares MSCI India ETF	國防/軍工	SHLD	Global X Defense Tech ETF
巴西	EWZ	iShares MSCI Brazil ETF	生技	XBI	SPDR S&P Biotech ETF
越南	VNM	VanEck Vietnam ETF	醫材	IHI	iShares U.S. Medical Devices ETF
風格			建築	XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF
美國成長	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF	電信	IYZ	iShares U.S. Telecommunications ETF
EAFE 價值	EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF	全球上游天然資源	GUNR	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund
小型股(羅素 2000)	IWM	iShares Russell 2000 ETF	全球能源	IXC	iShares Global Energy ETF
小型股 3 倍作多	TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares	全球金屬&採礦	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF
放空羅素 2000	RWM	ProShares Short Russell2000	全球基建	IGF	iShares Global Infrastructure ETF
大型成長股	SPYG	SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF	歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
大型價值股	SPYV	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF	中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
小型成長	SLYG	SPDR S&P 600 Small Cap Growth ETF	中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF
小型價值股	SLYV	SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF	主題		
標普高 beta(proxy 循環股)	SPHB	Invesco S&P 500 High Beta ETF	ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
美股息	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
全球高股息	IDV	iShares International Select Dividend ETF	儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology ETF
美國低波動	USMV	iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF	綠能	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF
財務強健	FTCS	First Trust Capital Strength ETF	太陽能	TAN	Invesco Solar ETF
美國基本面加權中小股	PRFZ	Invesco FTSE RAFI US 1500 Small-Mid ETF	白駕/電動車	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF
S&P 500 品質股	SPHQ	Invesco S&P 500 Quality ETF	鋰電池	LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF
			物聯網	SNSR	Global X Internet of Things ETF
			機器人&自動化	ROBO	ROBO Global Robotics & Automation Index ETF
			量子電腦	QTUM	Defiance Quantum ETF
			生成式 AI	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology 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			投資級債		
全球整體債券	BNDX	Vanguard Total International Bond ETF	全球 IG 債	IBND	SPDR Bloomberg International Corporate Bond ETF
美國核心整體債券	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	美國總 IG 債	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF
公債			美國短期 IG 債	VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF
美所有天期	GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF	美國中期 IG 債	VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF
美短天期(1-3M)	BIL	SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF	美國長期 IG 債	VCLT	Vanguard Long-Term Corporate Bond ETF
美短天期(1-3Y)	SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	美國 AAA-A 級 IG 債	00751B.TW	Yunta US 20+ Year AAA-A Corporate Bond ETF
美中天期(3-7Y)	IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	非投資級債		
美中天期(7-10Y)	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	美國總 HY 債	HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF
美長天期(10-20Y)	TLH	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF	美國短期 HY 債	SJNK	SPDR Bloomberg Short Term High Yield Bond ETF
美長天期(20+Y)	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	墮落天使	ANGL	VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF
美長天期 3 倍作多	TMF	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bull 3X Shares	新興市場債		
美長天期 3 倍作空	TMV	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bear 3x Shares	EM 美元債	EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF
TIPS	TIP	iShares TIPS Bond ETF	EM 當地貨幣債	EMLC	VanEck J. P. Morgan EM Local Currency Bond ETF
短天期 TIPS	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF	EM 主權債	PCY	Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF
利率避險	PFI	Simplify Interest Rate Hedge ETF	其他債券類		
免最低稅賦市政債	PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF	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			金屬		
全商品指數	DBC	Invesco DB Commodity Index Tracking Fund	黃金	GLD	SPDR Gold Shares
乾貨航運	BDRY	Breakwave Dry Bulk Shipping ETF	白銀	SLV	iShares Silver Trust
能源			白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
原油	USO	United States Oil Fund LP	白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	鉑金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP	鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
天然氣 2 倍作多	BOIL	ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas	銅	CPER	United States Copper Index Fund
天然氣 2 倍作空	KOLD	ProShares UltraShort Bloomberg Natural Gas	稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF
碳權	KRBN	KraneShares Global Carbon Strategy ETF	農產品		
鈾礦(公司)	URA	Global X Uranium ETF	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			虛幣		
美元	UUP	Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund	比特幣	IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF
美元作空	UDN	Invesco DB US Dollar Index Bearish Fund	作空比特幣	BITI	ProShares Short Bitcoin Strategy ETF
歐元	FXE	Invesco CurrencyShares Euro Trust			
歐元作空	EUO	ProShares UltraShort Euro			
日圓	FXJ	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			

資料來源：凱基整理

美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				3.1			2.4			(0.5)			3.3		
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	2.7		2.5			2.0			2.1		
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.3	2.2	2.4	2.6	2.6
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7	2.6	2.7	2.8	2.9
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.5	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.2	4.1	4.2
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	240	44	261	323	111	102	120	158	19	14	73
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201	461	(696)	93	(260)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	53	51	27	11	(40)	103	205	63	47	(2)	140
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.40	1.35
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.8	3.9
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.4	1.4	1.1	1.3	0.8	0.8	1.4	
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	(1.8)	4.8	(5.1)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.7
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	0.5	0.2	(1.1)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.6
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.41	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.58	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57	1.57	1.56
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.33	1.32	1.31	1.29	1.31	1.29	1.29	1.29	1.30	1.30	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.1
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4	47.1
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.21)	(0.50)	(0.05)	0.36	(0.39)	0.36	0.16	(0.41)	(0.18)	(0.18)	(0.19)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(4.0)	(3.6)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		0.0			6.2		18.5				9.5
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(21.3)			9.4		(20.3)				(28.6)
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,434	1,428	1,508	1,480	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,393	1,362
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,357	1,352	1,295	1,514	1,358	1,490	1,355	1,398	1,282	1,358	1,428
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	717	621	675	718	662	642	660	706	630	656	652
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	5.0	6.5	4.6	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5	4.1	3.4	2.8	2.1	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9	2.5	2.8	2.9	2.2	2.2	2.1
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	4.4	3.9
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	3.8	3.7
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3	16.4
	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	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)	(3.8)			(4.0)			(4.6)				
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	771	210.3	119.2	49.1	47.4	(42.4)	113.0	162.3	(7.7)	266.8	150.8	
	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23	4.37
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0

資料來源：Bloomberg；凱基

台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.8	4.2		3.8			5.5			8.0		
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.8	1.7	2.1	2.1	2.7	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.3	18.1
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2	46.2
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0
	景氣領先指標	YoY %	4.7	(3.2)	(1.5)	2.4	8.8	8.9	8.9	8.7	8.4	7.8	6.9	5.7	4.6	3.7	2.9
	景氣同時指標	YoY %	8.6	(1.5)	(9.3)	4.7	9.8	10.0	10.4	11.1	12.0	12.9	13.7	14.3	14.6	14.6	14.7
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7	53.3	56.7
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1	41.3	42.3
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6	12.1	14.3
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.4	18.5	29.9	38.6	33.7	42.0
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.5	28.8	32.3	25.0	17.3	20.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53.0	56.4	57.9	56.8	57.6
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5	19.8	18.5	24.6	15.2
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4	597.9
	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
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.6	32.8	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.9	33.2	32.0	29.9	29.2	29.9

資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。