



美國總體經濟

焦點內容

1. Fed 於今年宣布成立五大工作小組，分別針對五項結構性議題進行研究，主席 Warsh 表示最終 Fed 將參考工作小組結論修改政策，凱基認為這將可能成為 Fed 近年來最大之結構改革。
2. 考量「生產力和就業」和「通膨框架」兩小組議題偏長期結構性、「數據來源」小組實質影響性有限，凱基預期未來市場討論核心將放在「溝通」和「資產負債表」兩小組。
3. 「溝通」小組預期將為 Fed 溝通模式帶來改變，但仍會建議 Fed 保持和市場溝通，點陣圖和經濟預測(SEP)形式也將因而修改，後續利率預測可能改為採用區間或分情境預估。
4. 「資產負債表」小組將研究縮表(QT)執行方法，凱基預期 Fed 可能於明年重啟縮表政策，並在維持「充足準備金」體制之下，透過銀行監管改革降低市場流動性對準備金之依賴；考量銀行監管調整需耗時數年、實際縮表規模可能僅二至三成且 Fed 將優先縮減 MBS，故預期對美債影響溫和，不過後續仍宜留意縮表執行過程中，對金融市場帶來之流動性緊縮效果。

Fed 觀點：論 Fed 五大工作小組之結構性影響

Fed 今年宣布成立五大工作小組，可能成為數年來最大之結構改革

Fed 主席 Warsh 於 6 月 FOMC 記者會上宣佈成立五個特別工作小組(Task Force)，分別為溝通(Communications)、資產負債表政策(Balance Sheet Policy)、數據來源(Data Sources)、生產力和就業(Productivity and Jobs)、通膨框架(Inflation Frameworks)小組，Warsh 表示最終 Fed 將參考工作小組結論做出政策調整，凱基認為將可能成為 Fed 近年來最大之結構改革。

預期 Fed 將調整溝通模式並可能執行縮表；儘管預期縮表對美債市場影響溫和，但仍宜留意對金融市場流動性帶來之影響

考量「生產力和就業」和「通膨框架」兩小組議題偏長期結構性、「數據來源」小組實質影響有限，凱基預期未來市場討論核心將放在「溝通」和「資產負債表」兩小組上，如同我們所提及，較建議投資人關注。預期「溝通」小組將對 Fed 溝通方式帶來革新，但仍會建議 Fed 和市場保持一定程度之溝通，儘管短期可能增加市場波動但後續市場將逐漸適應；此外，預期點陣圖和官方經濟預測(SEP)呈現方法將逐步修改，後續利率預測可能改為採用區間或分情境預估。「資產負債表」小組而言，預期該小組將致力於研究縮表方式，Fed 最終可能於明年啟動縮表(QT)政策，並將在維持現有「充足準備金」體制下，透過銀行監管改革降低市場流動性對銀行準備金之依賴；不過，考量銀行監管變革將耗時數年、且實際縮表規模可能僅目前總資產之二至三成，再加上 Fed 將優先縮減 MBS 下美債持有量會大致保持穩定，故研判對美債影響溫和，不過後續仍宜留意縮表執行過程中，對金融市場帶來之流動性緊縮效果。

預期 Fed 溝通模式改變但保持溝通；考量縮表將耗時數年、規模可能僅二至三成且先縮 MBS，預期對美債影響溫和

工作小組	成立目標	可能結論 & 對市場影響	重要/影響性
溝通 (Communications)	研究如何改善政策溝通方式，可能包含經濟預測(SEP)相關調整	修改點陣圖和SEP預測方式 (e.g., 改為分情境討論)，但仍會和市場保持一定程度之溝通；變革過程恐增加市場波動，後期市場逐步適應	初期影響較高
資產負債表 (Balance Sheet Policy)	衡量現有「充足準備金制度」之平衡和風險，可能包含研究縮表方法	預期在維持目前「充足準備金」之體制下，實際縮表規模可能僅二至三成，預期最快明年起執行且過程恐長達數年，再加上將優先縮減MBS，因此預期對美債市場影響溫和	高但影響漸進
數據來源 (Data Sources)	衡量新數據來源、改善資料蒐集方式，以獲取更精確、及時、具價值之資訊	Fed參考資料將更多元廣泛，統計方式更科技且新穎；但預期最終決策仍會仰賴官方經濟數據，故影響將有限	較有限
生產力和就業 (Productivity & Jobs)	探討AI等高科技對經濟和貨幣政策之影響	AI帶動投資需求，但同時讓財富集中儲蓄率較高的高所得者，故對中性利率影響非單一方面；生產力提升雖有助通膨走降，但在失業率和自然失業率皆上升下，對利率決策影響非單一方面	長期結構影響
通膨框架 (Inflation Frameworks)	檢視通膨基本框架，並衡量在充滿變化的經濟中實現物價穩定的不同方法	雙重使命(Dual Mandate)中通膨重要程度上升；若推行結尾平均PCE，由於其在通膨轉折時容易落後，恐難在FOMC中獲得採納	長期結構影響

資料來源：Bloomberg；凱基整理和預估

Warsh 任命各領域專家和學者領導工作小組，旨在提升研究公信力

Fed 主席 Warsh 於 6 月 FOMC 會後記者會上，宣佈成立五個特別工作小組 (Task Force)，分別為溝通 (Communications)、資產負債表政策 (Balance Sheet Policy)、數據來源 (Data Sources)、生產力和就業 (Productivity and Jobs)、以及通膨框架 (Inflation Frameworks) 小組，將分別針對五項結構性議題進行深入研究，預計於年底前取得成果。

接著，Fed 於 7/9 宣布五大工作小組組長，名單包含前他國央行行長、各大學教授、諾貝爾經濟學獎得主和其他業界專家等；Fed 所任命之組長背景多元，且當中不乏有觀點相佐者，凱基認為這將使得最終研究結果更具公信力，有利於後續改革之推行。

圖 1：工作小組各組長皆為行業專家且背景多元，將提升研究之信服力

工作小組	組長	背景	觀點和過去重點經歷
溝通 (Communications)	Mervyn King	前英國央行行長	支持央行透明、開始季度政策報告、提供政策預估區間 (Fan Chart) 而非點位
	Arminio Fraga	前巴西央行行長	支持央行透明、啟動通膨目標，開始提供季度通膨報告 (但不提供利率預估)
	Peter Fisher	華盛頓大學實務教授	反對過度前瞻指引
資產負債表 (Balance Sheet Policy)	Raghuram Rajan	前印度央行行長	反對 QE：認為扭曲市場價格，並提高銀行體系對貨幣政策的依賴度
	Jeremy Stein	哈佛大學經濟學教授/前 Fed 理事	支持 QE：認為 Fed 維持資產負債表示可以增加金融穩定度
	Karen Dynan	哈佛大學經濟學教授	對 QE 態度中立：認為 QE 在危機時期是合理且必要，但實務上可能存在缺點
數據來源 (Data Sources)	Raj Chetty	哈佛大學經濟學教授	運用大數據，時實追蹤經濟情勢
	Kevin Murphy	芝加哥大學經濟學教授	靈活且有創意地將個體經濟學善用到生活中 (E.g., Theory of Rational Addiction)
	Doug McMillon	Walmart 前 CEO	運用 AI 大數據分析產品，改善消費者體驗
生產力和就業 (Productivity & Jobs)	Charles Jones	史丹佛大學經濟學教授	AI 對經濟帶來的改變是漸進式而非立即的，且最終恐受限於難自動化的任務
	Marc Andreessen	風險投資家	強烈相信 AI 能夠幫助通膨和經濟成長
	Asha Sharma	微軟副總/XBOX CEO	認為 AI 等技術將帶來經濟結構轉變與長期生產力提升
通膨框架 (Inflation Frameworks)	Thomas Sargent	諾貝爾經濟學獎得主	否定菲力浦曲線所描繪的「通膨與失業率之間存在穩定替代關係」
	Greg Mankiw	哈佛大學經濟學教授	長期支持菲力浦曲線，但認為短期因為價格粘性，菲力浦曲線並不有效
	William White	前國際清算銀行 (BIS) 經濟顧問	主張央行不能只過度聚焦短期通膨目標，否則容易助長金融失衡和資產泡沫

資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

「溝通」小組：Fed 溝通模式改變但維持溝通，點陣圖和經濟預測 (SEP) 形式將修改

凱基預期 Fed 將於經濟預測 (SEP) 和點陣圖形式做修改，未來將可能改為提供政策利率預估區間而非中位數，並且在前英國央行 (BOE) 行長 Mervyn King 之帶領下，將可能參考 BOE 季度央行政策報告中多情境討論未來展望之溝通方式，而非現行之單情境論述。儘管 Warsh 多次公開呼籲央行應降低和市場不避要之溝通，不過考量「溝通」小組組長前 BOE 行長 Mervyn King 和前巴西央行行長 (BCB) Arminio Fraga 立場皆支持央行透明性，故預期 Fed 仍會保持和市場一定程度之溝通；儘管溝通方式調整過程中，可能增添市場波動，然而後續市場將逐步適應。

「資產負債表」小組：凱基預期 Fed 可能於明年啟動縮表 (QT)，但考量過程耗時數年、規模可能僅二至三成且先縮 MBS，預期對美債影響溫和

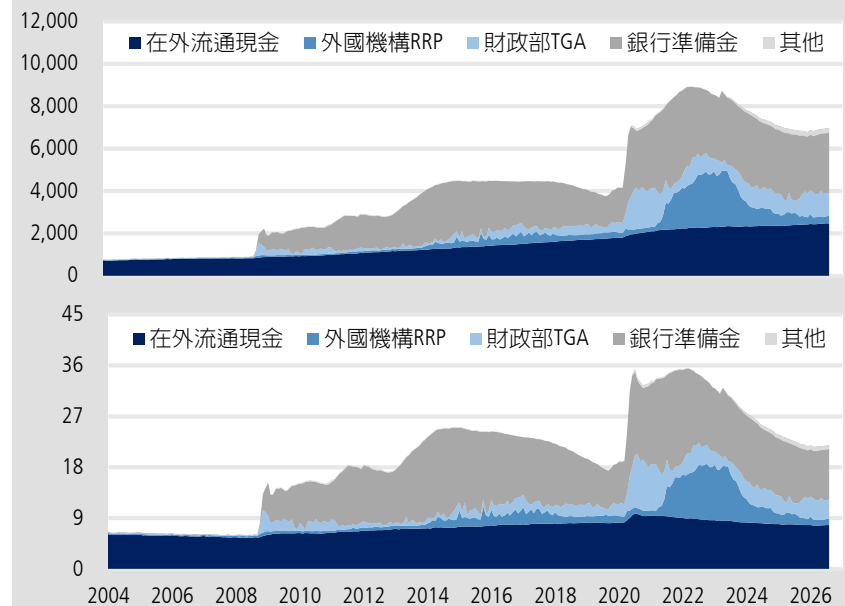
考量近年來不少 Fed 成員和學者均提及 Fed 龐大資產負債表衍生之相關問題，包含扭曲金融市場價格、經濟資源分配不效率、擴表 (QE) 對各產業影響不均導致政策有失中立性、貨幣和財政政策無法有效劃分等原因，加上主席 Warsh 過往對擴表 (QE) 政策之批評立場，預期 Fed 未來重啟縮表 (QT) 政策之可能性相當高。然而，關鍵問題在於縮表將從何處著手，若把 Fed 負債端

往下區分(圖 2)，大致可分為銀行準備金、在外流通現金和財政部 TGA 帳戶等三大項目(合計約占總負債 98%)；其中，對於在外流通現金和 TGA 帳戶 Fed 並無掌控度，故若要有效執行縮表政策，透過降低銀行準備金將是較可行之道路，負債減少自然可以導引資產端走降(圖 3)。

圖 2：Fed 負債端主要包含在外流通現金、銀行準備金和財政部 TGA 帳戶等

聯準會各負債項目，十億美元(上圖)；

聯準會各負債項目佔名目 GDP 比重，百分比(下圖)

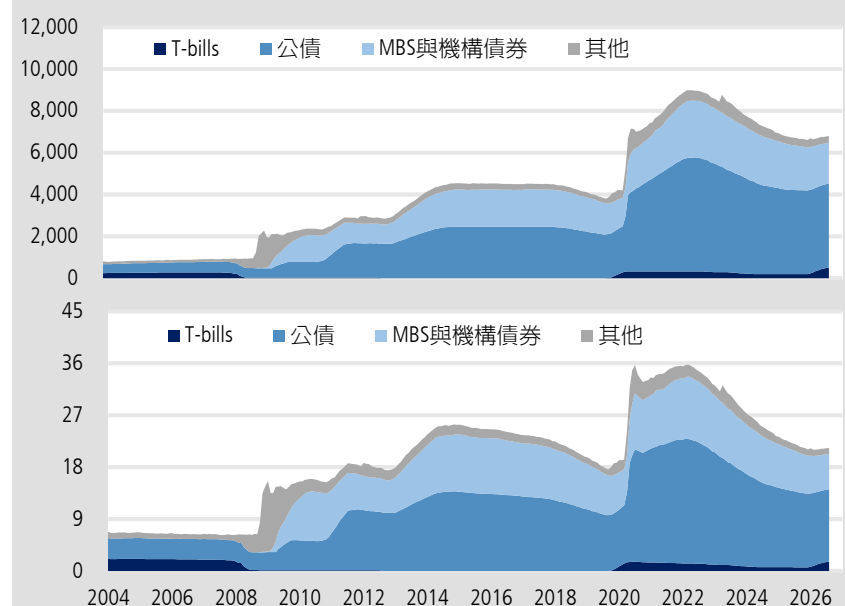


資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 3：Fed 資產端主要包含 T-bills、公債、MBS 和其他機構債券等

聯準會各資產項目，十億美元(上圖)；

聯準會各資產項目佔名目 GDP 比重，百分比(下圖)

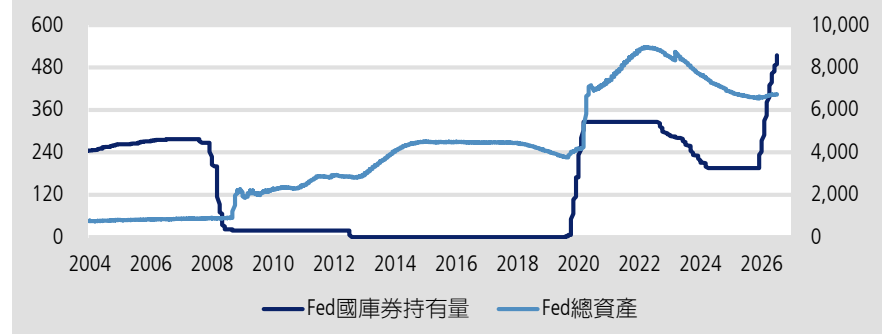


資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

然而，若在現有情況下貿然縮表，將遇到如同去年末市場流動性不足之問題；當時由於連年之縮表政策導致美國銀行體系準備金逐漸由過剩回到充足水平，故為預防市場流動性緊缺，Fed 於 2025 年 12 月啟動儲備管理 (RMPs)，於二級市場購買國庫券和短天期公債來維持銀行體系儲備充足性，該計畫迄今執行量已逾 3000 億美元(圖 4)。因此，若未來 Fed 再次啟動縮表政策，必須先找出有效之方法解決市場流動性對於銀行準備金之依賴。

圖 4：自 Fed 啟動儲備管理購買(RMPs)以來，已購入逾 3000 億國庫券

聯準會國庫券持有量，十億美元(左軸)；聯準會總資產，十億美元(右軸)

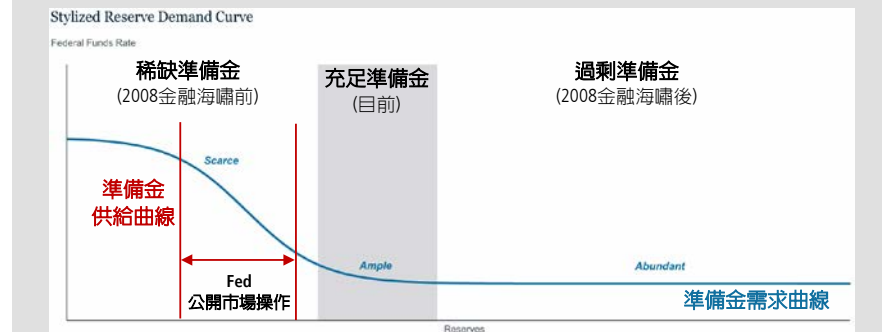


資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

降低銀行準備金需求主要可透過兩種方法：其一，離開目前之「充足準備金」體制(Ample Reserve Regime)，進入到 2008 年以前之「稀缺準備金」體制(Scarce Reserve Regime)，回到 Fed 必須頻繁執行公開市場操作(OMOs)調節準備金供給以控制利率之以「量」為導向的時代(圖 5)，而非現有「充足準備金」體制下主要以提供市場足夠流動性、以「價」(利率)為導向之施政方針。不過，考量 [FOMC 目前共識](#) 仍為維持「充足準備金」體制，且 [Fed 內部研究](#) 亦指出「該體制使得 Fed 對於短期市場利率擁有良好控制力，並認為基於金融穩定考量充足將比稀缺準備金更具社會效益」，故凱基認為 Fed 採用第一種方法之可能性不高。

圖 5：預期 Fed 最終仍會維持在目前之「充足準備金」體制

美國各準備金體制示意圖



資料來源：Federal Reserve Bank of New York；凱基重製與整理

第二種方法，是在維持現有「充足準備金」體制下，透過銀行制度改革降低銀行對準備金之需求，考量此方法近年受較多 Fed 成員討論和研究，凱基預期這將是較為可行之作法。根據前 Fed 理事 Stephen Miran 和其他 Fed 經濟學家今年聯合發布之《[聯準會資產負債表縮減使用指南](#)》所推估，在維持「充足準備金體制」下若透過銀行監管改革，Fed 至多約可縮減 1.8 兆美元資產(圖 6)，約佔目前 Fed 總資產四分之一，但有鑑於改革方式中降低銀行資本適足規範恐受其他 FOMC 成員反對、準備金分層計息和買賣等量國庫券(T-bills)對沖 TGA 帳戶對市場流動性影響等政策實務執行難度高，故凱基預期真實縮表規模可能更低；必且，各項銀行監管改革並非一蹴可幾，故預期過程將可能耗時數年以上。

圖 6：現有「充足準備金」體制下，Fed 研究顯示降監管最多可縮減資產約 1.8 兆

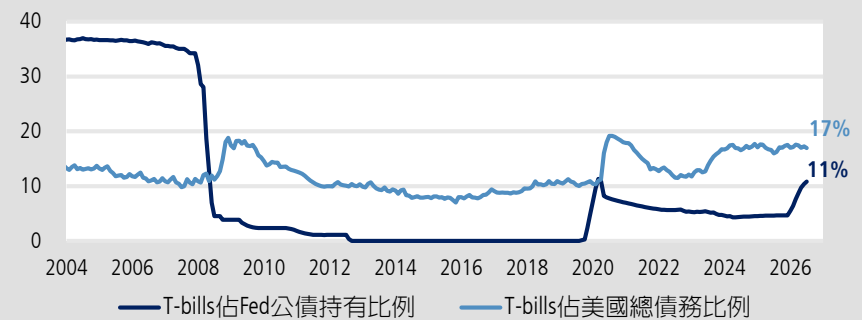
《聯準會資產負債表縮減使用指南》論文中銀行監管改革政策	縮表影響估算 (最小/平均/最大, \$Bn)
1. 在流動覆蓋比率(LCR)計算中，納入貼現窗口借貸能力	50 / 250 / 450
2. 風險時期動態調整銀行LCR規定 (i.e., 鼓勵銀行危機時期先活化高品質流動資產(HQLA)使用，而非低價賣出流動性低之資產來維持LCR比率)	50 / 125 / 200
3. 銀行壓力測試(ISLT)中“隔夜”和“30天”情境納入貼現窗口借貸能力	50 / 125 / 200
4. 修改銀行處置流動性執行需求(RLEN)規範 (i.e., 即使銀行子公司在母公司破產後成功重組，在計算流動缺口仍需假設僅能使用貼現窗口數天)	0 / 50 / 100
5. 降低/放寬銀行補充槓桿比率(SLR) (e.g., 持有公債不需提高資本準備)	未能精確量化
6. 監管者評估銀行流動性時，應將國庫券和準備金視為同等地位	25 / 38 / 50
7. Fed政策操作讓聯邦基金有效利率(EFFR)略高於準備金利率(IORB)	150 / 350 / 550
8. 銀行準備金分層計息 (e.g., 超額準備金利率分層遞減)	未能精確量化
9. 擴大FIMA附買回(FIMA Repo Facility)對象 (e.g., 主權基金、準政府)	25 / 112 / 200
10. 透過美元互換(Swap lines)和與外國監管者合作降低外國銀行機構(FBOs)準備金需求	未單獨量化(和9. 合併)
11a/b. Fed常設附買回(SRP)去汙名化、改為集中交割	未能精確量化
12. Fed買賣等量T-bills以降低財政部帳戶(TGA)變動對市場流動性影響	50 / 125 / 200
13. Fedwire支付系統採用流動性節省機制(LSM) (e.g., 非急迫性交易延後清算)	100 / 112 / 125
準備金需求減少總量(簡單加總，未考慮交互影響)	500 / 1287 / 2075
準備金需求減少總量(蒙地卡羅法Monte Carlo模擬)	825 / 1287 / 1750

資料來源：Fed (2026) A User's Guide to Reducing the Federal Reserve's Balance Sheet；Bloomberg；凱基

此外，「資產負債表」小組除了研究縮表之執行方法外，亦將提供 Fed 資產配置之政策建議。首先，預期該小組將建議 Fed 繼續增加 T-bills 持有；當前 FOMC 內部聲音分為兩派，其中一派為[理事 Waller 之主張](#)，Waller 認為 Fed 資產之平均存續期間應和負債端作匹配，隱含 T-bills 應佔 Fed 公債資產約一半；另一派則為[大多數 FOMC 官員之主張](#)，認為 Fed 資產組成應和在外流通公債相近，隱含 T-bills 應佔 Fed 公債資產約兩成。不過，考量當前 Fed 帳上 T-bills 僅占公債持有一成左右(圖 7)，故未來不論哪一派聲音勝出，Fed 都將持續增加 T-bills 比重。另一個資產配置結論，將是優先縮減 MBS 債券，根據 Fed 於 2022 年發布之《[縮減資產負債表原則](#)》，長期而言 Fed 打算在公開市場帳戶(SOMA)中主要持有公債，從而減少對經濟各部門信用配置之影響，顯示若執行縮表將從 MBS 和其他機構債下手而非美債(圖 8)；而考量當前 Fed 的帳上仍有約 1.9 兆 MBS 和機構債，足以因應 1.8 兆之潛在最大可能縮表量，故凱基預期縮表政策對美債市場影響將屬溫和。

圖 7：預期未來 Fed 將持續增加 T-bills 持有比重

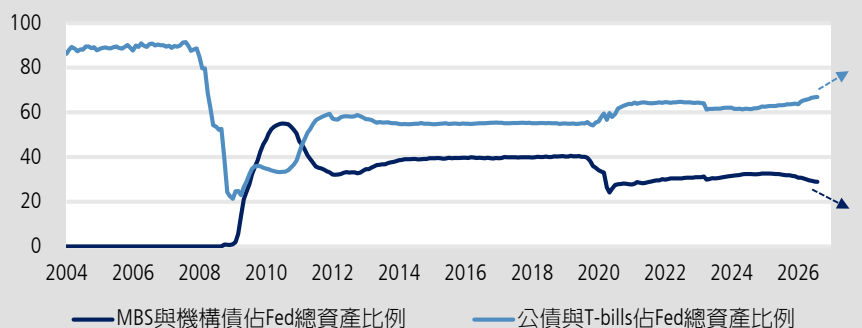
聯準會國庫券持有佔公債持有比例、在外流通國庫券佔公債比例，百分比(左軸)



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

圖 8：預期未來 Fed 將優先縮減 MBS 和機構債券

聯準會國庫券持有佔公債持有比例、在外流通國庫券佔公債比例，百分比(左軸)



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

「數據來源」小組：Fed 參考資料將更多元廣泛，統計方式更科技且新穎

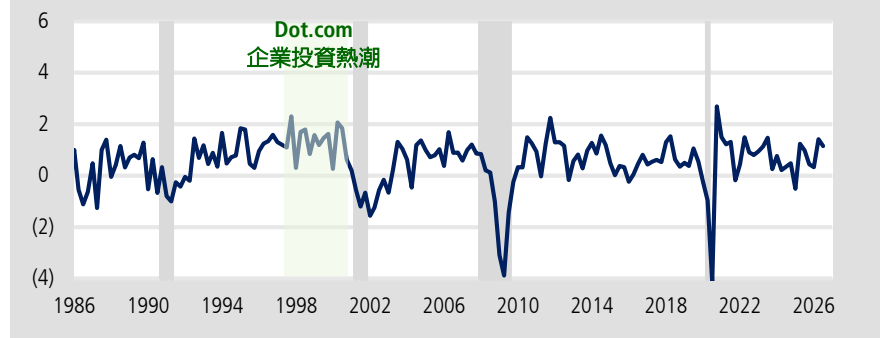
預期「數據來源」小組將可能為 Fed 資料分析帶來革新。考量組長中哈佛大學經濟學教授 Raj Chetty 和前沃爾瑪 CEO Doug McMillon 過去經歷皆透過大數據或 AI 等方式分析資訊，預期有機會讓 Fed 未來資料蒐集方式更科技化；此外，另一位組長芝加哥大學經濟學教授 Kevin Murphy 以其具創意性之經濟學應用為名，並著有「理性上癮理論」和「健康與長壽的經濟價值」等思維跳脫框架的經濟研究，預期也將使得 Fed 研究分析更加多元且新穎。然而，考量最終 Fed 施政方向仍將以官方統計數據為主(i.e., 非農就業、PCE 物價等)，故預期「數據來源」小組實質影響將有限。

「生產力和就業」小組：對貨幣政策長期影響非單方向

「生產力和就業」小組預期將致力於研究人工智慧(AI)對經濟帶來之結構性影響和貨幣政策施政意旨。近期 FOMC 內部對 AI 之影響關注程度提高，不論是 [6 月 FOMC 會議紀錄](#)、主席 Warsh 今年 7 月 [國會金融服務委員會半年度施政報告](#)、或紐約 Fed 總裁 John Williams [近期演講](#)皆討論 AI 影響；當前 AI 的確對美國經濟帶來不小改變，包含企業投資對經濟成長貢獻提升(圖 9)以及電子產品和配件等價格顯著上漲等影響(圖 10)。

圖 9：近幾季投資對美國經濟成長貢獻提升

非住宅投資對美國實質 GDP 季增率貢獻，百分比

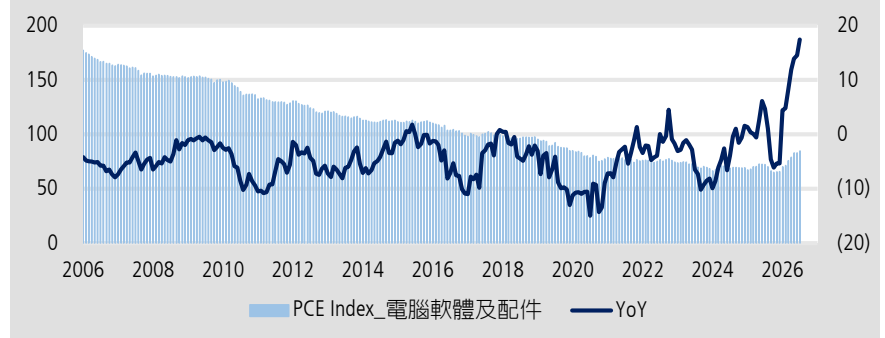


註：灰色區塊為經濟衰退時期。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10：AI 需求推升電子相關產品價格

美國 PCE 電腦軟體及配件價格項目，指數(左軸)；美國 PCE 電腦軟體及配件價格年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

不過更長遠來看，AI 對貨幣政策之影響將可能是多面向的(圖 11)。我們透過簡單的 Balanced Approach 規則來劃分 AI 對貨幣政策各層面之影響；該架構主要透過實質中性利率、通膨缺口和就業缺口等三大面向之變動來衡量當前最適政策利率水平，過往皆能良好地捕捉 Fed 政策變動(圖 12)。首先，AI 對實質中性利率帶來之影響是雙向的，一方面 AI 提高潛在經濟成長和企業投資需求，使得企業發債量和可貸資金需求增加，這將導致利率上升；然而，另一方面 AI 提升企業獲利，使得財富移往資本家和高所得者，且由於高所得者儲蓄率較高使可貸資金供給增加，故有利於利率走降。第二，就通膨而論，由於採用 AI 將使得企業中長期營運和人事成本降低，有利減輕物價壓力。第三，AI 對於就業缺口之影響亦為雙向，一方面 AI 使得人才需求類型轉變，勞動市場匹配程度結構性降低，故自然失業率(u^*)上升，但另一方面企業採用 AI 並精簡人事，因此實際失業率(u)亦上升，由此可知 AI 透過就業市場對貨幣政策之影響也是雙向的。綜上所述，考量 AI 最終影響多層面且非單方向，故預期「生產力和就業」小組將難以得出獲得 FOMC 共識之研究結論或政策建議。

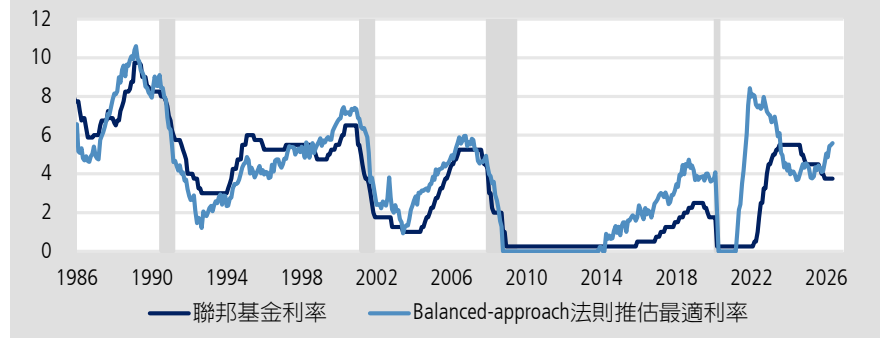
圖 11：中長期而言，AI 對貨幣政策之影響並非單一方面

AI影響層面	影響方式	對政策利率影響
實質中性利率(r^*)	AI推升潛在經濟成長和企業投資需求，使得發債量上升，可貸資金需求增加	上升
	AI提升企業獲利，財富移往資本家和高所得者；由於高所得者儲蓄率較高，可貸資金供給增加	下降
通膨缺口($\pi - \pi^*$)	AI的採用使得中長期而言企業人事和營運成本下降、生產力提升，企業售價得以降低	下降
失業率缺口($u - u^*$)	AI使得人才需求類型轉變，勞動市場匹配程度結構性降低，自然失業率(u^*)上升	上升
	企業採用AI並精簡人事，導致實際失業率(u)上升	下降

資料來源：凱基整理

圖 12：Balanced Approach 過往能良好地補充 Fed 政策變動

Balanced Approach 模型推估最適政策利率，百分比



註 1：Balanced Approach 規則 $R = r^* + \pi^* + 0.5(\pi - \pi^*) + 2(u^* - u)$ ，其中 R 為建議之最適利率、 r^* 為實質中性利率、 π^* 為聯準會通膨目標、 π 為目前通膨率、 u^* 為自然失業率、 u 為目前失業率。；註 2：灰色區塊為經濟衰退時期
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

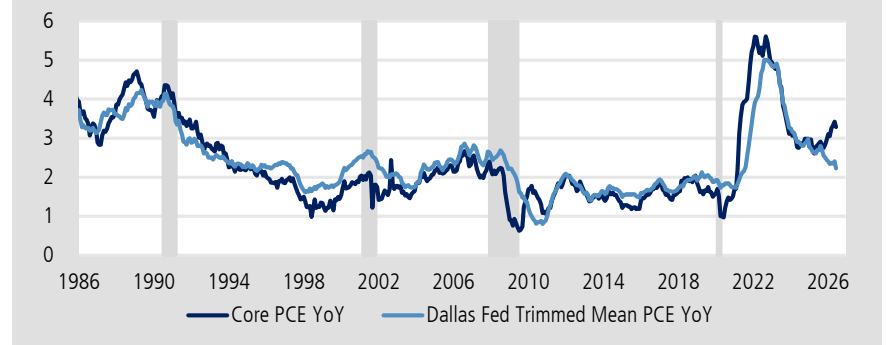
「通膨框架」小組：雙使命中通膨重要程度上升；結尾平均 PCE 恐難被 FOMC 採納

就「通膨框架」小組而論，預期最終建議將建立在 Fed 於 2025 年修正的《FOMC 長期目標和貨幣政策聲明》之上。首先，2020 年框架所提出之「彈性平均通膨目標」將確立廢除，亦即未來 Fed 不再採用彌補策略 (Makeup Strategies)，允許通膨在一段時間內高於 2% 目標，以彌補前段時間低於 2% 目標的落差；當通膨明顯高於目標 2% 就應緊縮政策。再者，2025 修訂之長期目標和貨幣政策聲明中提及“當 FOMC 判斷通膨和就業無法兩全時，將採取平衡方法，並考慮兩者偏離程度及回到政策目標之時間長短”，意含一旦通膨明顯偏離目標且非短期現象，而同時就業接近充分就業時，Fed 就應升息因應；相比過去 2008 年金融海嘯和 2020 年疫後時期 Fed 對於勞動市場之重視，未來通膨在 FOMC 中決策參考重要程度將相對上升。

此外，若「通膨框架」小組針對結尾平均 PCE(圖 13)進行研究，預期該指標將難以在 FOMC 內部終取得共識。由於結尾平均 PCE 去除物價較極端之項目，在通膨趨勢轉折時容易落後，無法捕捉及時物價資訊；事實上，統計結尾平均 PCE 之機構達拉斯 Fed 今年亦發布研究指出，當物價項目如當前一般，處於正偏態(right-skewed)時期之時，核心 PCE 往往比截尾平均 PCE 更加可靠。

圖 13：結尾平均 PCE 在通膨方向轉折時容易落後

核心 PCE 年增率、達拉斯 Fed 結尾平均 PCE 年增率，百分比



註：灰色區塊為經濟衰退時期。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				4.4				0.5			2.1			1.5	
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8	2.3			2.0			2.7			2.1	
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.9	3.0		2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.1	3.0		2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.7	2.8		2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	3.7	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.9	2.8		2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.4	3.3	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.3	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.8	61.5
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.3	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.2
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	(70)	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	148	129	57
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	230	286		232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	13	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.34	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.44	1.38
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.4	3.5
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	1.2	1.9	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.6	1.3	1.6	1.1
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	5.1	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	9.2
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	2.5	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.0	14.8
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.37	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.30	1.28	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.56	1.57	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	1.48
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.28	1.28	1.29	1.28	1.28	1.27	1.26	1.26	1.26	1.25	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.9	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	51.9	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	51.1	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.05)	(0.12)	(0.19)	(0.36)	(0.32)	(0.50)	(0.31)	(0.06)	(0.07)	0.22	(0.17)	0.05	(0.19)	(0.02)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.5)	(3.2)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.5)	(1.4)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5			6.5			5.3			8.1		0.0
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)			11.5			16.1			4.8		16.1
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,347	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,291	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,199	1,427
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	698	714	652	757	723	576	630	659	646	618	628
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	0.9	1.2	1.6	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.8	2.4	2.5	2.2	1.6	2.0	2.4	1.9	1.9	2.4	2.5
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	5.0	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	5.1	7.3	6.7
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.6	7.9	6.9
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.1	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5
	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	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(5.2)	(5.9)	(5.3)	(5.3)	(5.7)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)		(4.1)			(3.8)		(3.0)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	132.4	176.7	30.6	203.5	100.4	12.8	56.2	80.2	104.8	232.7	
貨幣與金融	聯邦基金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.23	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.73
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	97.8	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 15：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3		8.4			13.0		14.6			12.9	
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.6	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2	2.6
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1	2.5
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	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	15.2	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9	11.9	23.0
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	47.4	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1	55.2
	景氣對策燈號						綠	黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	31.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	40.0	39.0	41.0
	景氣領先指標	YoY %	4.0	(2.4)	(1.6)	1.7	10.4	12.7	13.1	14.4	15.4	16.1	15.9	17.4	19.9	22.2	22.3
	景氣同時指標	YoY %	8.8	(1.3)	(9.5)	2.7	17.0	17.6	18.5	19.4	20.3	21.2	21.9	22.4	23.0	23.9	25.2
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	0.4	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	5.3	8.0
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	58.4	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5	74.8
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	41.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3	60.6	62.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	16.8	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9	12.2
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	33.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7	40.3
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	29.5	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2	54.9	51.8
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	60.1	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	89.5	95.3
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	19.5	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	47.2	59.4
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.5	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	9.6	9.4
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	4.8	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	7.8	8.1
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	597.4	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1	597.2
	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	30.6	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	31.3	32.1	31.7	31.4	32.3

資料來源：Bloomberg；凱基

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 Jakarta Selatan 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，其中包括提供評等給投資人參考。
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内部研究活動。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。