

全球配置 - 美股策略

美企降成本優勢難延續 + 貨幣政策寬鬆不如預期，美股 4Q 仍面臨修正風險

焦點內容

1. 美國就業下行，但 PMI 指標不錯，很可能不只是企業應對關稅展現出意外強韌的能力而已
2. 過去幾個月美國企業表現優於預期的關鍵在降成本的功力，而並非需求(營收)也很好而不受影響
3. 降成本的關鍵在提前拉貨享受到的低價庫存，與 AI 引領的生產力革命使單位勞動成本下降；前者穩住毛利率，後者支撐住營益率

重要訊息

美國企業獲利表現目前表現尚可，主要是降成本的能力發揮作用，而並非關稅戰對需求影響不大。8/7 近 20% 的新關稅稅率開始課徵後，企業獲利應仍難以抵擋衝擊而會下修，並進而影響 4Q 股市出現修正走勢。

評論及分析

美國就業下行，但 PMI 指標不錯，很可能不只是企業應對關稅展現出意外強韌的能力而已。觀察近期美國經濟的發展，的確如我們一直強調的一樣，勞動市場下行，且因此成為貨幣政策轉向的一個關鍵、更是未來的市場公認要持續觀察的重點。然而，有趣的是，儘管近月非農就業數據慘澹、包括與製造業相關的商品生產行業就業，都出現持續的下滑，但與此同時，ISM 製造業 PMI 的新訂單、新出口訂單卻有不俗的表現（圖 1）。

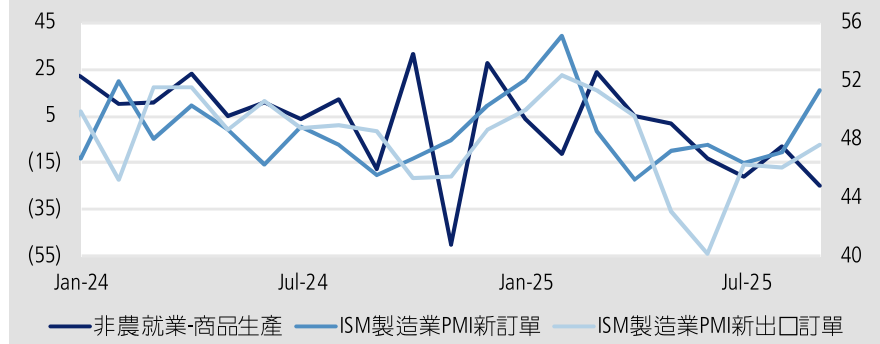
過去幾個月美國企業表現優於預期的關鍵在降成本的功力，而並非需求(營收)也很好而不受影響。重新耙梳了 2Q25 的財報，我們認為上述能夠以較少的勞動投入而創造出不俗表現（至少優於預期、儘管預期在當季已先明顯下修）的現象，降成本的功力應該是關鍵，且不僅僅是應對關稅戰成本拉升下展現出來的韌性而已。觀察 2Q25 的財報可以發現，雖然營益率表現不錯，但營收成長率是下降的（圖 2），這明顯是企業降成本的功力有發揮出來。這點由分產業來看，多數高成長產業的獲利成長尤其高於營收成長，也可相互驗證（圖 3）。

降成本的關鍵在提前拉貨享受到的低價庫存，與 AI 引領的生產力革命使單位勞動成本下降；前者穩住毛利率，後者支撐住營益率。至於這些產業降成本從何而「降」？就我們的觀察，低價庫存和 AI 所引領的生產力革命是關鍵。以 2Q25 來說，儘管當時美企就已面臨 10% 的關稅，但提前拉貨在此之前就已經展開，因此仍在一定程度上免於受關稅戰下全數進貨成本皆上升的利空（圖 4），這部份穩住了毛利率。另一方面，AI 革命帶動的生產力提升在 2H23 開始顯現，至今也逐漸增強，因而帶動單位勞動成本（薪資除以勞動生產力）下降（圖 5），則穩住了營益率。

結論

美國企業獲利表現目前表現尚可，主要是降成本的能力發揮作用，而並非關稅戰對需求影響不大的結果。當 8/7 新關稅開始課徵後，企業受影響的程度應會在 10 月開始逐漸顯現，此時先前低價庫存與生產力提升的降成本優勢是否還能彌補當前已接近 20% 關稅稅率的衝擊，我們抱持比較懷疑的態度。當然，在這方面市場需要關注年底前最高法院對於對等關稅本身合法與否的最終裁決。另一方面，本次 FOMC 會議雖然如預期降息、今年的整體預期降息幅度也拉高到 3 碼，但對於 2026 年降息預期卻仍維持 1 碼、整體寬鬆程度並不高；在市場當前對景氣預期應需要更高的降息來因應的期待下，當前這樣的寬鬆程度不太足夠支持評價。我們預期 4Q 在景氣下行漸趨明顯下，股市將會從目前的震盪向上轉為修正，建議在這段時間可以先行獲利了結、待修正完再行介入。

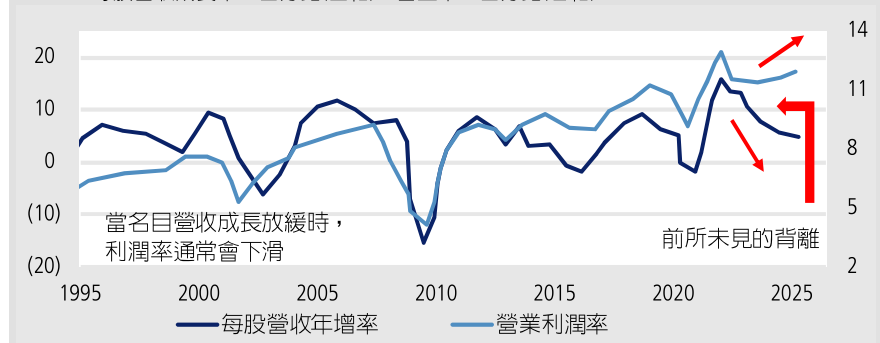
圖 1：就業下滑，PMI 數據卻優於預期，某種程度上是經濟仍優於市場猜測的關鍵
非農就業-商品生產，千人(左軸)，ISM PMI 新訂單、新出口訂單，點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 2：營益率上升並非營收成長所促成，而是靠降成本

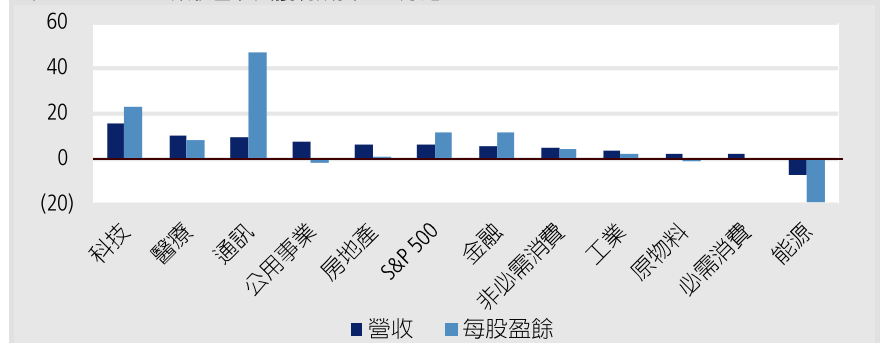
S&P 500 每股營收成長率，百分比(左軸)；營益率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3：由各類股 2Q25 多數獲利成長高於營收成長也可相互驗證

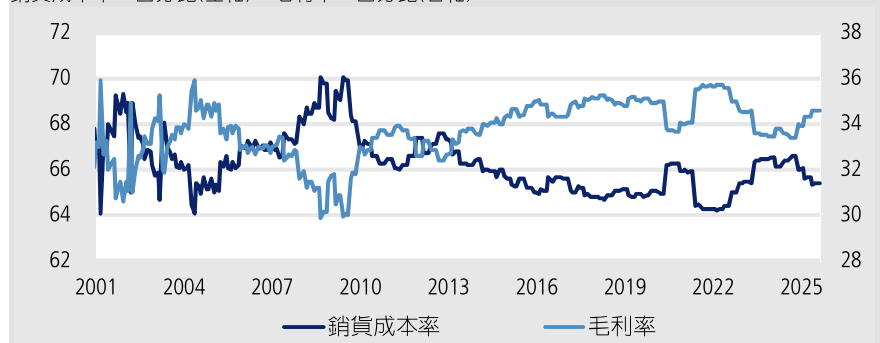
2Q25 S&P 500 各類股營收與獲利成長，百分比



資料來源：Factset；DWS；凱基整理

圖 4：關稅戰以來銷貨成本降確實有些詭異，但提前拉貨享受的低價庫存是關鍵

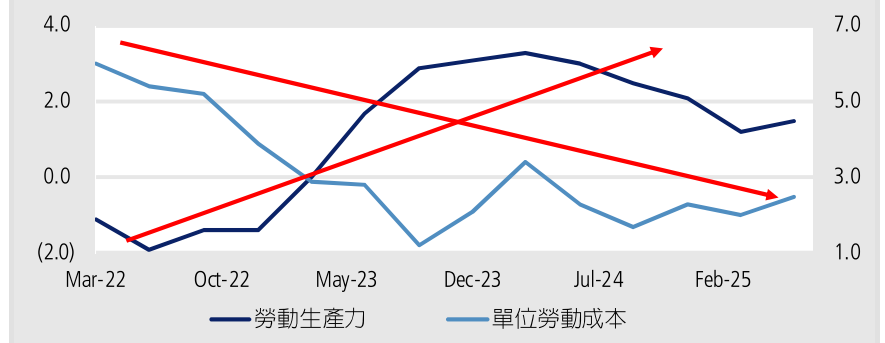
銷貨成本率，百分比(左軸)；毛利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：另一個關鍵則是 AI 驅動的生產力革命，而降低了單位勞動成本

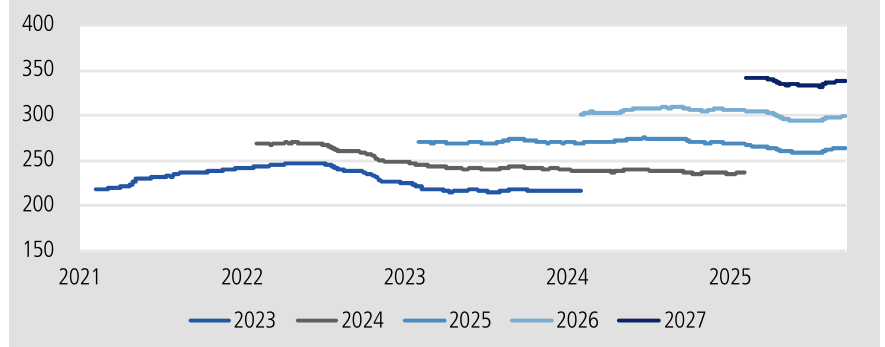
勞動生產力，百分比(左軸)；單位勞動成本，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：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

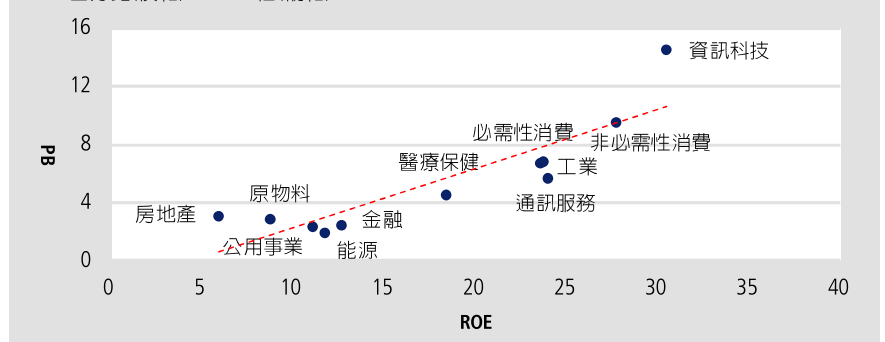
圖 7：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025	2026
S&P 500	13.7	13.4	8.6	7.6	12.2	12.6	12.1	10.6	13.8
非必需性消費	10.0	7.1	(1.0)	(1.3)	9.8	9.8	20.2	3.0	13.1
必需性消費	(5.4)	1.4	(2.6)	5.4	7.7	7.5	4.0	0.1	8.1
能源	(16.5)	(18.5)	(5.2)	0.4	6.9	21.3	(20.1)	(11.0)	16.7
金融	5.4	14.0	11.4	5.0	14.7	6.2	18.9	8.6	11.5
醫療保健	46.4	8.7	0.0	4.2	4.9	7.9	5.2	12.7	9.7
工業	11.2	4.3	15.5	0.7	11.4	17.9	2.4	7.7	17.2
原物料	1.0	(1.5)	14.5	13.8	19.9	16.5	(6.3)	3.0	18.0
房地產	(7.0)	1.9	18.4	0.9	14.2	7.3	3.2	3.5	9.6
資訊科技	18.1	24.7	21.6	18.1	24.6	22.9	21.5	20.4	21.0
通訊服務	31.1	48.8	5.5	7.3	(1.3)	6.1	26.2	20.8	7.7
公用事業	6.1	(1.5)	(3.2)	11.0	6.7	10.4	16.5	4.7	8.8

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 8：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	Yuanta 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	2.9
	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	62.3
	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	(13)	79
	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	3.7	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	1.0	1.2	0.7	0.9	0.9
	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	1.37
	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	1.29	1.29
	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)	(3.4)
	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	1,382	1,429
	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	5.0
	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	4.0	4.9
	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
財政	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)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)	(3.8)			(4.0)			(4.6)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	772	210.3	119.4	49.1	47.8	(42.3)	106.5	162.7	(4.1)	266.8	151.0	49.2
貨幣與金融	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
	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	3.3	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	17.2	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。