



美國總體經濟

焦點內容

1. 近期長天期美債殖利率上升主因貨幣政策透明度降低和通膨不確定性升溫等兩大因素；美國財政紀律惡化雖有影響但不足以解釋本波長率之走升。
2. 未來美國財政部雖有餘力擴大美債回購穩定長率，但其帳上現金量在扣除政府每週提款金額後空間僅剩不到兩成；Fed 資金雖相對不受限但重啓 QE 無政策正當性，未來較可能之情境是財政部大量發行國庫券導致市場流動性匱乏後，Fed 以穩定市場流動性為由重啓 RMPs 購買。
3. 不論凱基 30 年美債殖利率模型以當前通膨、就業、金融市場等數據估算，或對比金融市場 30 年期交換利率走勢，皆顯示本回長率上升並非長天期美債市場出現定價錯誤，而是基本價格和市場預期之合理反應。
4. 未來長天期美債殖利率要止穩，短期內要見到貨幣政策和物價不確定性降低，長期結構而言則需美國財政紀律好轉；然而，考量美伊雙方互信基礎薄弱，短期內通膨不確定性難以降溫，且目前美國政府並無緊縮財政意願，故不論以短期循環或長期結構而言皆不利美債長率走降，建議投資人謹慎操作或先保持觀望，預期未來長天期美債殖利率仍有上行壓力。

循環和結構趨勢皆不利長天期美債殖利率走降

30 年期美債殖利率近期突破 2007 年來新高，背後主因為貨幣政策和通膨不確定性之增加；財政惡化雖有影響，但不足以解釋本波長率之走升

儘管美國債務創高、投資等級(IG)公司增發長債等因素可能影響今年市場持有長債意願，然而 3Q26 以來長天期美債和 IG 公司債發行量未顯著增加，顯示近期長率走高另有其因。另外，自 1990 年以來美國財政赤字/GDP 每擴大 1%，10 年期美債期間溢價平均約上升 6bps，然今年來美國財政赤字/GDP 僅惡化約 0.8%，不足以解釋同期上升逾 12bps 之 10 年債期間溢價。

30 年期美債殖利率於今年六月底觸底後開始回升，前後剛好經歷兩項重要轉變：1) Fed 於 6 月 FOMC 宣佈不再提供貨幣政策前瞻指引；2) 七月初川普宣布美伊停火協議失效後中東緊張氛圍和油價觸底反彈；凱基研判，貨幣政策和物價不確定性升溫等兩大因素才是近期長率走高之主因。

美國財政部雖能繼續擴大美債回購穩定長率，但其資金運用空間有限；Fed 資金雖相對不受限但重啓 QE 機會低，未來較可能重啓儲備管理購買(RMPs)

儘管當前美國財政部帳戶(TGA)現金餘額高達約 9 千億，但若扣除每週平均提款能靈活運用部分不到兩成。Fed 雖有能力重啓 QE 幫助長率走降，但以當前經濟穩健、物價存上行風險之背景而言並不具備政策正當性；未來較可能之情境是財政部大量發行國庫券導致市場流動性匱乏後，Fed 以穩定貨幣市場流動性為由重啓 RMPs 購買，可以兼顧政策正當性並幫助財政部融資。

長天期美債殖利率上升是反映合理價格，而非市場機制失靈

不論凱基 30 年美債殖利率模型以當前通膨、就業、金融市場等數據估算，或對比金融市場 30 年期交換利率走勢，皆顯示本回長率上升並非長天期美債市場出現定價錯誤，而是基本價格和市場預期之合理反應。況且倘若未來在全球主要成熟市場長債利率皆上升之背景下，美國政府透過政策壓抑長天期利率，反倒可能導致長天期美債相對吸引力降低。

長率要止穩短期內要見到貨幣政策和物價不確定性趨緩，長期結構而言則需美國財政紀律好轉；上述條件皆不易達成，故預期美債長率仍有上行壓力

未來短期內長天期美債殖利率要止穩需要兩大條件，意即貨幣政策透明程度提高、和通膨不確定性明顯趨緩；長期結構而言，長率要下降需要見到美國債務紀律改善，財政政策之緊縮將壓抑經濟成長和中長期物價升溫風險，故有利長天期美債殖利率走降。

然而，考量美伊雙方互信基礎薄弱，短期內通膨不確定性難以降溫，且目前美國政府並無緊縮財政之意願，故不論以短期循環或長期結構而言皆不利美債長率走降，建議投資人謹慎操作或先保持觀望，預期未來長天期美債殖利率仍有上行壓力。

30 年期美債殖利率近期突破 2007 年來新高，市場關注美國債務紀律和 IG 公司增發長期債券和美債競爭資金等問題

今年八月 30 年期美債殖利率突破前次升息循環高點之約 5.1%，並升至 2007 年以來最高(圖 1)，使得市場重新關注美國長率走高之問題；同個月，美國聯邦債務突破 40 兆美元大關(圖 2)，係因今年來在美伊衝突推升軍費支出、關稅被判違法後政府大量退稅等因素下美國財政赤字再度擴大，美國長期債信惡化疑慮再度成為金融市場關注焦點。

圖 1：30 年期美債殖利率於近期升至 2007 年以來新高

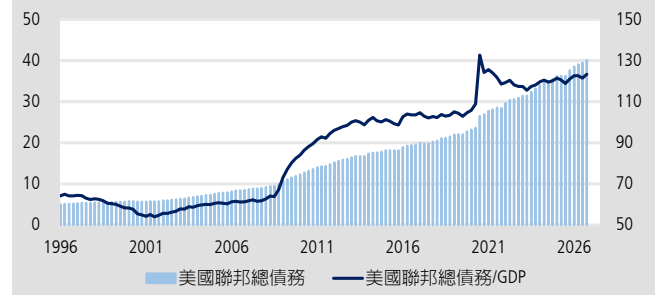
30 年期美債殖利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：美國聯邦債務於今年八月突破 40 兆美元

美國聯邦債務總額，兆美元(左軸)；美國聯邦債務佔名目 GDP 比重，百分比(右軸)

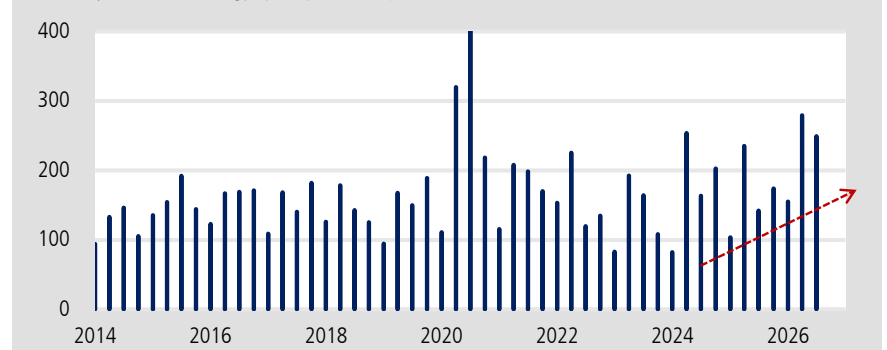


資料來源：Bloomberg；凱基

此外，由於人工智能(AI)推升相關科技公司資本支出需求，今年來美國投資等級公司(IG)發債量明顯上升，其中 10 年期以上 IG 公司債 1H26 發行量較去年同期成長六成，並已逼近疫後低利率企業大發債時期水準(圖 3)。過往美國長天期債券市場多以美債佔大宗，公司債發行比重相對較低，然今年來 AI 相關公司長天期債券發債規模已接近美債一半，私部門長債發行量之增加使得公部門長債發行比重相對減少。

圖 3：近幾季美國 IG 公司持續增發 10 年以上長債籌資

美國 10 年期以上 IG 公司債總發行量，十億美元



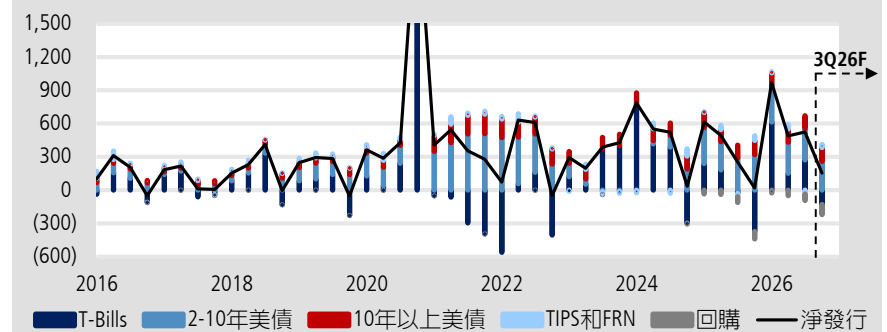
資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

財政紀律對美債期間溢價有影響，但不足以解釋近期長率之上升；貨幣政策和通膨不確定性增加，才是市場近期不願意持有長債的主因

儘管前述美國債務紀律惡化和私部門發債增加可能影響投資人持有長天期美債之意願，然而今年第三季以來 10 年期以上 IG 公司債發行量有並未顯著增加，反倒較上季略有回落，並且 10 年期以上長天期美債發行量第三季也約和前季持平(圖 4)；因此，上述市場關注之議題可能並非近期長天期美債殖利率走高之主因。

圖 4：今年第三季 10 年以上長天期美債發行量約持平上季，並未顯著增加

美國財政部各季淨發債總額和分項，十億美元



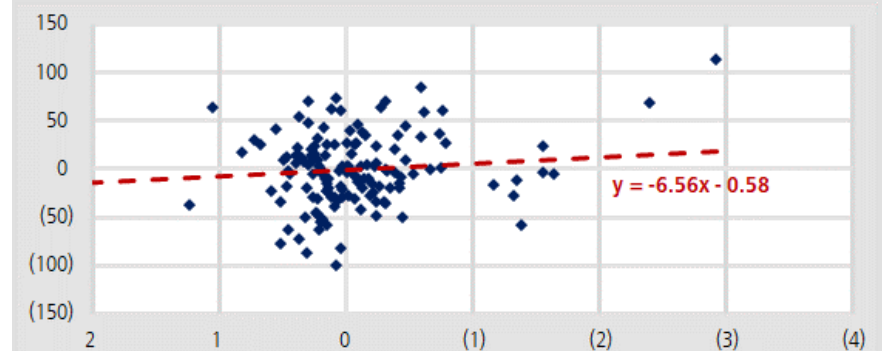
註：預測部分係根據美國財政部季度融資指引；美債淨發行為扣除紐約 Fed 銀行系統公開市場帳戶(SOMA)贖回金額後之發行量；FRN 為浮動債券

資料來源：US Treasury；凱基

再者，若以美債期間溢價(Term Premium)來衡量市場投資人相比短債額外對長債要求之利息補償，可以發現儘管歷史經驗中財政紀律對於美債期間溢價有一定程度之影響，但財政赤字上升並不能完全解釋近期長天期美債殖利率之走升。若以 1990 年以來之歷史數據分析，美國財政赤字/GDP 每惡化 1%，10 年期美債期間溢價約上升 6bps (圖 5)；然而，今年三月美伊戰爭爆發以來美國財政赤字/GDP 大約惡化 0.8%，但 10 年期美債期間溢價已上升超過 12bps (圖 6)，故單就財政惡化這個原因而言，不足以解釋本波美債長率之上升。

圖 5：過往財政赤字每惡化 1%，10 年期美債期間溢價約升 6bps

美國財政收支平衡佔名目 GDP 比重變化，百分比(橫軸)；10 年期美債期間溢價變動，基點(縱軸)



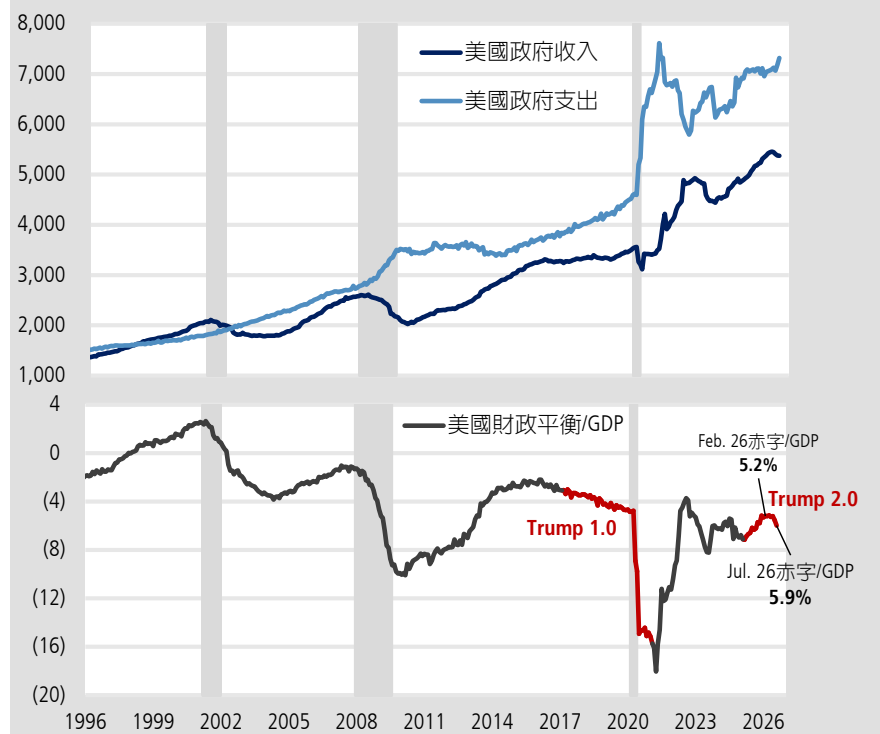
註：美國政府財政收支平衡正值代表盈餘，負值代表赤字；期間溢價(Term Premium)為投資人因承擔債券持有期間內利率變動風險，而要求之額外補償。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：美伊戰爭爆發以來美國財政赤字/GDP 約惡化 0.8%，然期間溢價已升逾 12bps

美國政府收入 and 支出，十億美元(上圖)；

美國政府財政收支平衡佔名目 GDP 比重，百分比(下圖)



註：美國政府財政收支平衡正值代表盈餘，負值代表赤字；灰色區塊為 NBER 經濟衰退時期

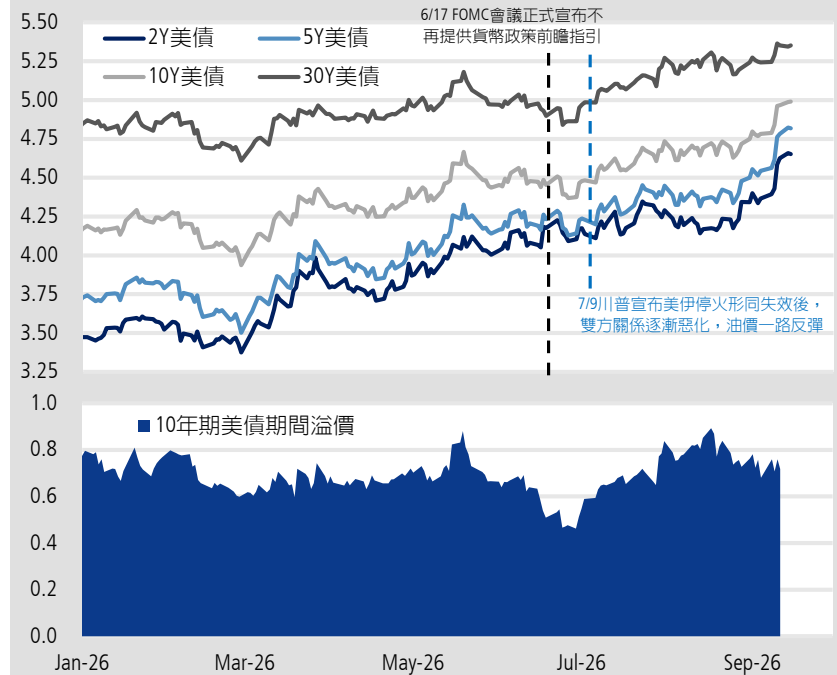
資料來源：Bloomberg；凱基

本次長天期美債殖利率上升之主因，較可能是源自於美國貨幣政策透明度降低、以及美伊關係惡化推升物價不確定性。本波美債期間溢價(Term Premium)大約於今年六月底觸底並開始回升(圖 7)，前後美國總經環境剛好經歷兩項重要轉變：其一，Fed 主席 Warsh 於 6 月 FOMC 會後記者會上宣布，往後 Fed 不再提供貨幣政策前瞻指引(Forward Guidance)，使得市場更難捕捉聯準會政策動向；其二，自 7/9 川普宣布美伊停火協議形同失效之後，雙方關係再度惡化，國際油價亦開始觸底反彈。上述貨幣政策透明度降低、美國物價不確定性升溫等兩項因素，是七月以來中長天期美債殖利率持續走高之主因。

圖 7：七月以來美債期間溢價明顯回升，背後伴隨著貨幣政策透明度降低和美伊關係惡化等因素

各天期美債殖利率，百分比(上圖)；

10 年期美債期間溢價，百分比(下圖)



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

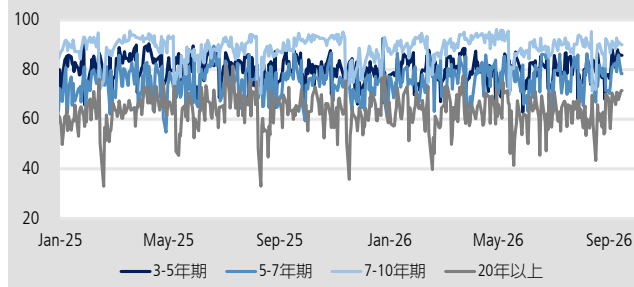
財政部雖仍有餘力繼續擴大美債回購，但其帳上資金量終有限，且若大量發行 T-bills 會導致供給過大、政府融資成本對升降息更敏感等問題

美國財政部長貝森特於今年 8/20 宣布 9/9 起將長天期美債單次回購規模由 20 億增加至 40 億美元，背後主要原因可能是為了穩定長債市場。雖然財政部官方強調擴大回購純粹是為了增加長天期美債市場流動性，但長天期美債流動性一直以來都比其他天期差，並非今年 8 月所獨有之現象(圖 8)；再者，本次宣布擴大回購並不在過往例行季度融資公告(QRA)期間內，反倒是公布前兩日長天期美債再度突破 5.3% 之年內新高。

擴大回購消息公布當下市場反應正面，20 和 30 年期美債殖利率短線上皆下降約 10bps (圖 9)；然而，後續回購指引於 9/9 公布時已上調至 60 億美元，且實際回購規模約 52 億美元，均較 8 月宣布之規模高不少，但由於回購指引公布前夕市場人士已過度樂觀回購規模可能高達 100 億美元，故回購指引公布後長天期美債殖利率不降反升，顯示財政部回購對長率市場穩定效用已有所遞減。

圖 8：長天期美債流動性本就較差

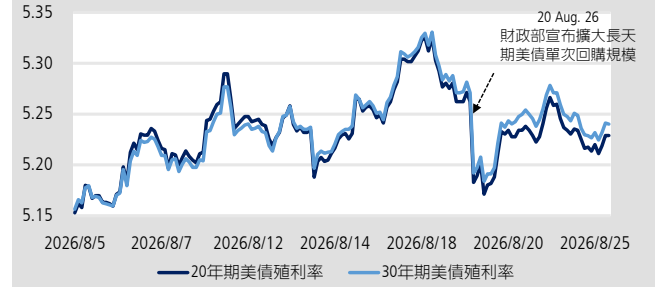
各天期美債主流券(On-the-run)交易量佔比，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：貝森特宣布擴大長天期美債單次回購規模後，長天期美債殖利率跳水

20 和 30 年期美債殖利率，百分比

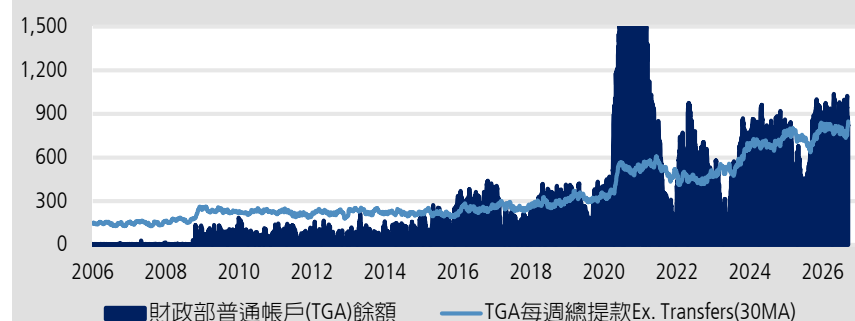


資料來源：Bloomberg；凱基

展望後續，財政部仍有餘力透過擴大長債回購來穩定長率，並且主要可以透過其帳上現金餘額或增發短債兩種方式施行。若使用第一種方式，財政部能擴大回購的空間將有限，儘管目前美國財政部普通帳戶(TGA)現金量高達約 9 千億美元，然而若扣除每週平均提款金額後(圖 10)，能靈活運用的部分不到兩成。況且，隨著債務上限越來越接近，未來一旦觸及債務上限後財政部將無法發新債融資，而新債務上限通過時點充滿諸多不確定性，財政部也會需要提前預留現金，故實際可運用之資金將更小。

圖 10：財政部現金餘額增加是為了因應政府例行開支上升

美國財政部普通帳戶(TGA)現金餘額、帳戶每週平均扣除移轉支付後提款金額，十億美元

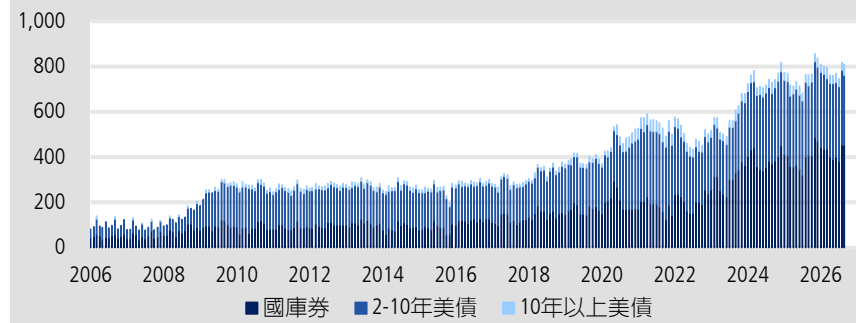


資料來源：Bloomberg；凱基

另一種方法，是財政部版的扭轉操作(Operation Twist)，意即「賣短買長」，賣出短期公債之同時買進長期公債；事實上，近幾年財政部面對美國政府日益增加之開支壓力，主要是透過增發國庫券(T-bills)來因應(圖 11)，故如今加上擴大長債回購之操作下，財政部已形同執行扭轉操作。增發國庫券有助於財政部壓抑融資成本，畢竟短期利率較長期利率低，且由於流動性極高市場對國庫券需求龐大；然而，賣短買長也並非沒有後遺症，未來若繼續大量增發國庫券，可能於季底旬底市場流動性匱乏時，面臨國庫券供給過高之問題，屆時國庫券相對交換利率之利差將可能走擴(圖 12)，此外，國庫券融資佔比增加也將使得美國政府平均債務期限縮短，未來美國政府融資成本對於政策利率變動將更為敏感，倘若後續果真進入升息循環，政府利息負擔將顯著上升。

圖 11：美國財政部近年主要仰賴增發 T-bills 進行融資

各天期美債每月標售規模，十億美元

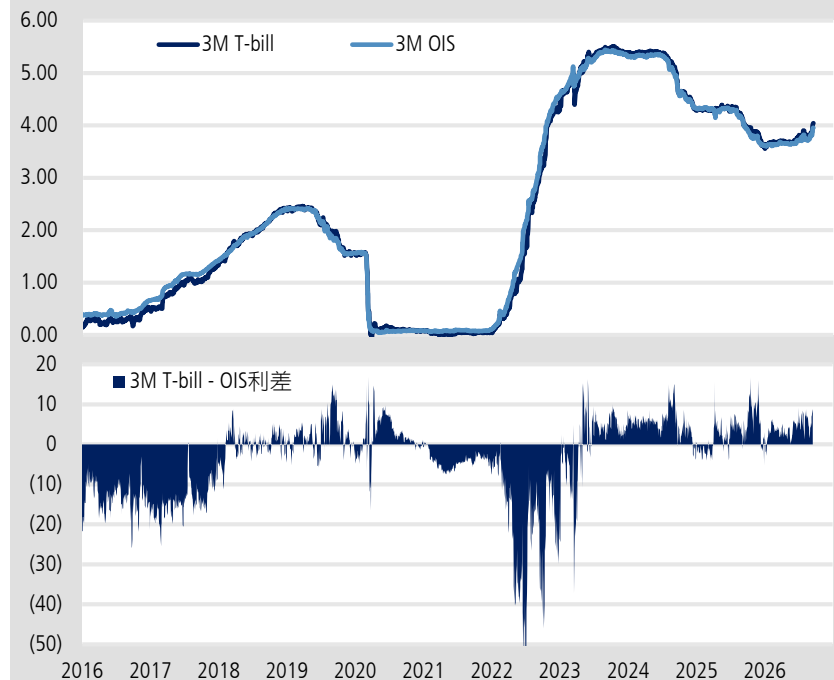


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12：過度仰賴 T-bills 融資，會導致未來可能出現 T-bills 供給過大、政府融資成本對政策利率變動更敏感等問題

美國三個月期國庫券和隔夜指數交換利率，百分比(上圖)；

美國三個月期國庫券和隔夜指數交換利率利差，基點(下圖)

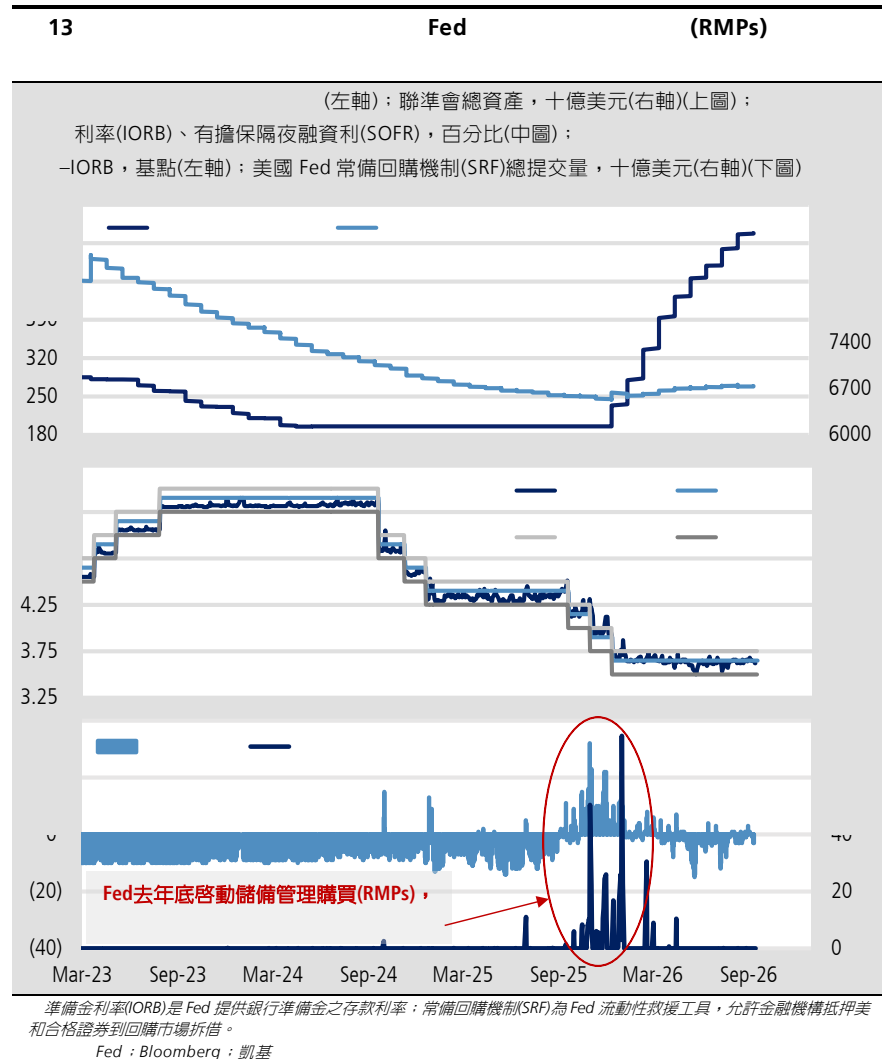


資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

Fed 重啟 QE 幫助穩定長率可能性低；財政部大量發行國庫券導致市場動性缺乏後 Fed 重啟 RMP 購買為未來較可能之情境

除美國財政部可透過擴大回購或扭轉操作穩定長債市場外，Fed 也可以啟動相關政策因應。第一種方法是 Fed 重啟量化寬鬆(QE)，儘管 Fed 身為央行資金量相對不受限，可以大規模購買美債幫助整條殖利率曲線下移；然而，以目前情況來看 QE 重啟的可能性相當低，首先目前美國勞動市場接近充分就業且物價有上行風險，此時進行 QE 寬鬆並不具有政策正當性，也將犧牲貨幣政策中立性，反倒會不利長債市場表現，再者，Fed 主席 Warsh 過往對擴張(QE)政策多持批評立場，未來Fed可能執行縮表(QT)而非QE，故可知 Fed 不太可能重啟 QE 政策來穩定長債殖利率。

未來更可能之情境是，Fed 重啓儲備管理購買(RMPs)計畫。聯準會於去年 12 月啓動 RMPs，透過在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(圖 13)；倘若未來美國財政部如前段所述大量發行國庫券，而導致貨幣市場流動性出現不足之情形，Fed 將可能重啓 RMPs 購買來因應，如此一來不僅能兼顧貨幣政策正當性，也能幫助財政部在短債市場融資，更能符合 FOMC 內部[提升國庫券持有比重之核心主張](#)。



本回長天期美債殖利率上升是反映基本面和市場預期之合理價格，並非市場機制失靈

追根究柢來看，不論美國政府機構做任何如前述般之政策因應，都是在和景氣基本面背道而馳，因為當前長天期美債殖利率上升是反映背後基本面之合理價格，而非金融市場定價失靈。首先，凱基透過通膨、就業、金融市場等變數對 30 年期美債殖利率做多元回歸，可以發現近期長天期債殖利率之上升大致可以被模型充分解釋，顯示長率並未脫離基本面應有之價格(圖 14)。

圖 14：凱基模型評估 30 年期美債殖利率並未偏離基本面價值

30 年期美債殖利率和凱基 30 年美債殖利率模型，百分比



註：凱基 30 年美債模型參數包含美國長期通膨預期、就業缺口、核心物價變化、MOVE 指數、政策利率變動預期、期間溢價、公司債信用利差等。

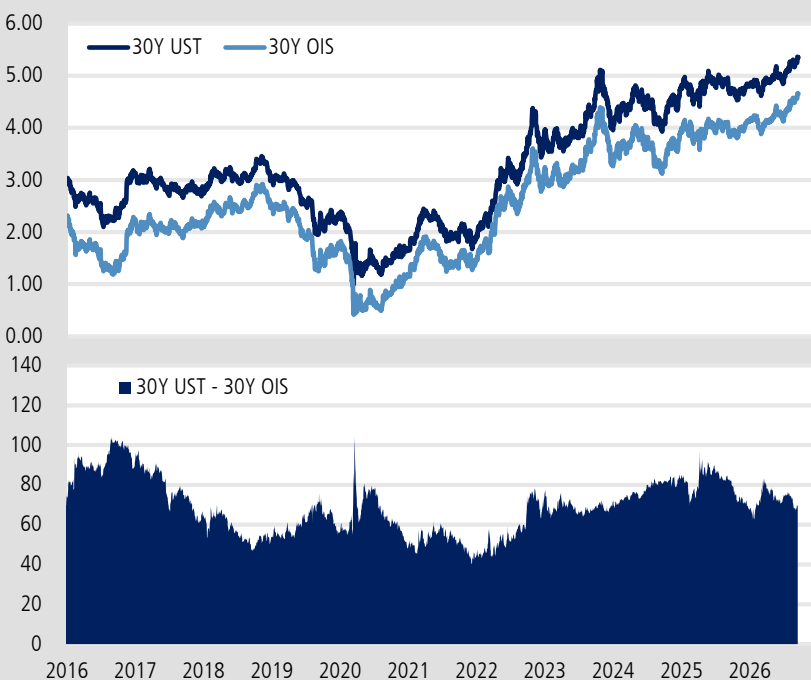
資料來源：Bloomberg；凱基

再者，若觀察金融機構借貸情形也可以發現市場長天期借貸利率也在上升。本波 30 年期美債殖利率自六月底低點來約上升 40bps，相較之下 30 年期交換利率上升約 44bps，顯示近期在通膨上行風險、和貨幣政策不確定性等增加之情況下，已使得金融機構用更高之利率進行借貸(圖 15)；因此，本回長率上升並非美國長天期公債市場出現流動性或定價錯誤，而是基本面行情之合理反應。

圖 15：近期 30 年 Swap 利率也在走高，顯示長率上升是反應市場預期而非美債市場定價錯誤

30 年期美債殖利率和隔夜指數交換利率，百分比(上圖)；

30 年期美債殖利率和隔夜指數交換利率利差，基點(下圖)



資料來源：Bloomberg；凱基

長率攀高現象非僅限於美國，若未來美國政府強行壓抑恐導致美債需求進一步下降；美債持有結構轉變顯示未來市場需求對美債影響力上升

如果長率上升是基本面合理行情，未來若美國政府透過各項政策企圖壓抑長天期美債殖利率，反倒可能導致長天期美債需求之下降。進一步來看，今年來隨著美伊衝突推升全球通膨壓力，不少主要成熟國家已進入或準備進入升息循環，且長率上升現象並非美國獨有(圖 16)；倘若美國政府在全球債市殖利率上升之際壓抑自家長債殖利率，反倒會使得美債相對吸引力下降。

如今美債相對吸引力降低之情形已發生在幾個市場中，今年來包含日本、法國和義大利等國家 10 年期公債殖利率對美債利差逐漸縮小(圖 17)。其中，日本長天期公債殖利率之上升將可能影響未來長天期美債需求；日本壽險業過往皆配置大量投資比重在美國長天期公債，因為過去幾十年日本長債殖利率顯著低於美國，故日本壽險業將大部分資金投往美國市場以追求更高殖利率收益，如今 10 年期美債對日債利差已由前幾年之 300-400bps 縮窄至不到 200bps，未來一旦日債市場築穩，加計考量匯率避險成本後將有更多日本壽險業者將資金配置由美債轉往日債市場中。

圖 16：長率攀高現象並非僅限於美國市場

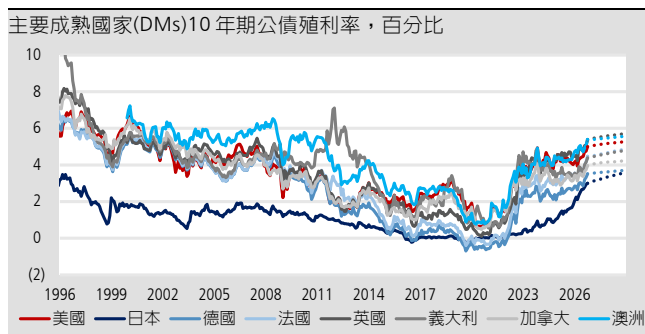
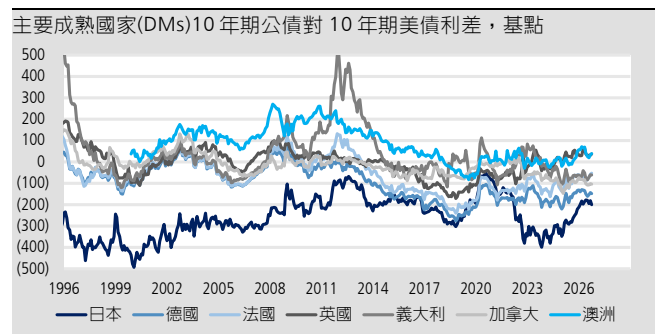


圖 17：若美國政府壓抑長債利率，將導致美債相對吸引力進一步下降

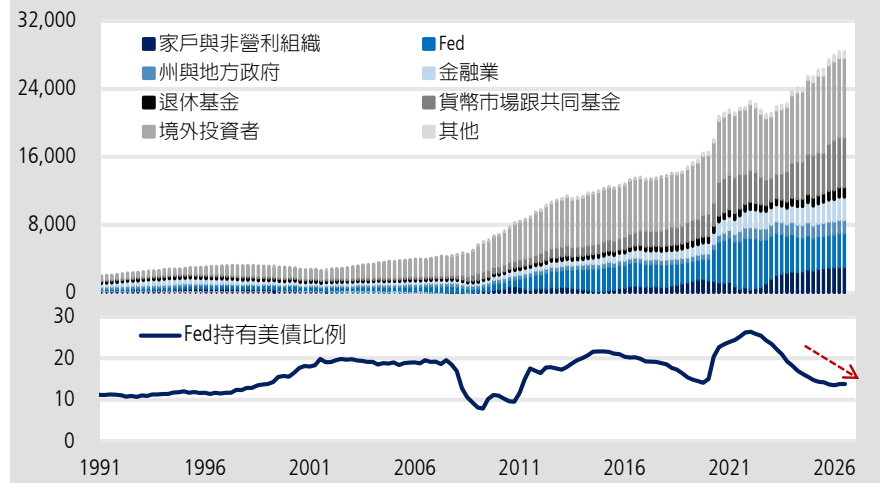


並且，近年美債持有結構已有所轉變，未來市場需求對於美債之影響將逐漸上升。自 Fed 於 2022 年啟動 QT 以來，美債由 Fed 持有之比重已從高峰約 26% 降至約 14%(圖 18)；其中 Fed 身為央行對美債價格較不敏感，故美債殖利率的升降不會影響其增持或減持意願，不像基金、金融業、海外投資者等市場持有者對美債價格敏感度較高。因此，如今由於市場投資人持有美債佔比提高，加上總體環境正處於貨幣政策透明度降低、物價不確定性升高之際，故美債因而會被市場要求更高之殖利率和期間溢價作為風險補貼。

圖 18：持有結構轉變將使得市場需求對美債市場影響上升，不利長債殖利率走降

美債持有者分布，十億美元(上圖)：

美債持有者中 Fed 所佔比重，百分比(下圖)



資料來源：Bloomberg；凱基

未來美債長率要止穩，短期需觀察貨幣政策和物價不確定性是否明顯走降，長期結構而言則需美國財政紀律好轉；上述條件皆不易達成，故預期美債長率仍具上行壓力

未來要見到長天期美債殖利率穩定下來，短期內需要兩大條件：貨幣政策透明程度提高、和通膨不確定性下降，這兩者也是如前所述本回長率上升之主因。首先，Fed 貨幣政策透明程度提高有助於美債期間溢價走降，貨幣政策更透明不代表 Fed 主席 Warsh 需要重新提供前瞻指引，而是只要他能更明確地表達 FOMC 對經濟數據之解讀方式和對應政策，例如提供市場類似“通膨超過多少水平會升息因應”之政策制定條件，就可以明顯提高貨幣政策透明程度；或者，由其他 Fed 重要官員補充，像是七月紐約 Fed 行長 John C. Williams 發言指出如果連數月核心通膨月增率超過 0.2%就支持升息，即為一個提升貨幣政策透明度之良好例子。

第二個長率要止穩的短期條件，是要看到美國物價不確定性走降，而通膨穩定下來最重要的核心條件就是美伊雙方需要停火並重回談判，此外也要見到國際油價走降並往戰前水平靠近；然而，考量雙方先前協議撕毀後信任基礎動搖，近期軍事摩擦亦波及能源設施導致油價居高不下(圖 19)，故此條件短期內恐難以達成，長債市場將難迎來明顯買盤支撐，預期長天期美債殖利率未來仍具走升壓力，建議投資人謹慎操作或先保持觀望。

圖 19：美國通膨不確定性短期內易增難減，將不利後續長率走降

西德州原油近月期貨價格、美國平均汽油和美國平均柴油價格年增率，百分比

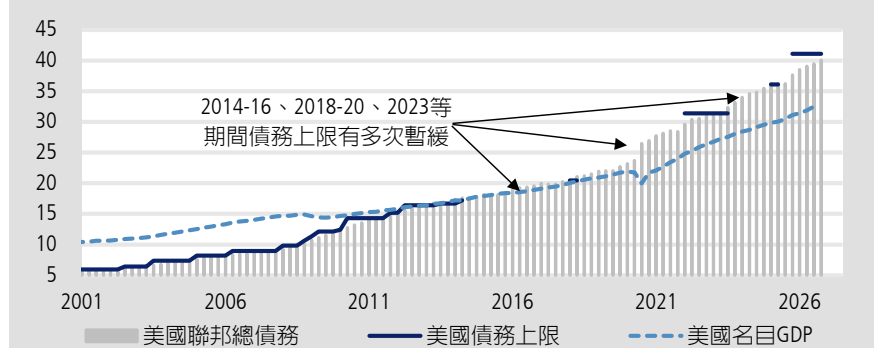


資料來源：Bloomberg；凱基

長期而言，美債長率要結構性止穩，需要看到美國財政紀律好轉。儘管財政紀律並非本次長率上升之主因，但美國日益惡化的債務紀律正在逐漸削弱市場投資人持有長債之意願；若以美國本財年度之舉債速度來看，美國將可能於 1Q27 觸及債務上限 41.1 兆美元(圖 20)，屆時可能出現債務上限觸及、國會新預算案卡關等消息讓市場重新關注美國債務紀律。並且，就算債務上限獲得上調，也無法根本解決美國債信結構性惡化之趨勢；未來在利息支出、強制性支出等比重持續上升下，美國行政部門之財政空間將持續受到擠壓(圖 21)，且在缺乏有力財政改革下，美國債務紀律將持續惡化，對於長天期美債帶來之壓力也將繼續。反之，若美國執政當局改為推行財政緊縮政策，透過增稅擴大財源、樽節財政支出等措施讓財政紀律改善，將有望帶動長天期美債殖利率明顯走降，一來緊縮財政政策將壓抑經濟成長進而限縮通膨壓力，使得整體利率水平走低，二來債務紀律的改善也有利美債期間溢價降低，市場投資人將更願意持有長天期美國公債。然而，目前美國政府並無任何緊縮財政政策之意願，故此條件也難以達成，結構上而言亦不利長天期美債殖利率走降。

圖 20：美國債務上限最快可能於 1Q27 觸及

美國聯邦債務總額、債務上限和美國名目 GDP，十億美元

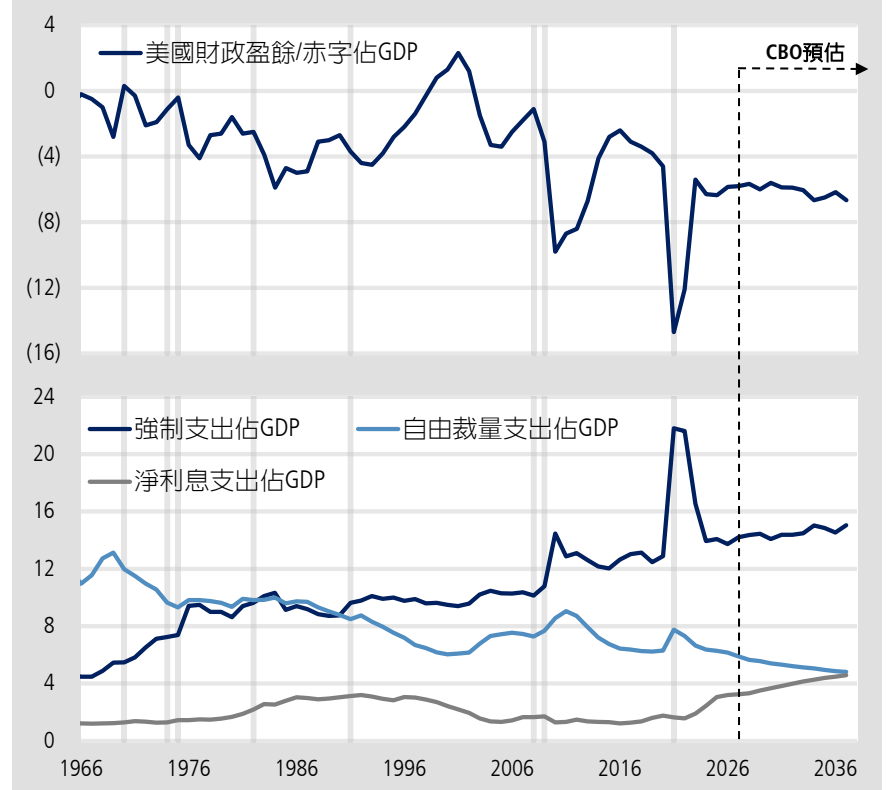


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 21：在缺乏有力財政整頓前，美國財政紀律惡化在所難免，這將持續削弱市場投資人持有長債之意願

美國政府財政收支平衡佔名目 GDP 比重，百分比(上圖)：

美國政府強制、自由裁量和利息之初佔名目 GDP 比重，百分比(下圖)



註：美國政府財政收支平衡正值代表盈餘，負值代表赤字；強制性支出主要包含社會福利、醫療保健、收入保障等支出；灰色陰影為經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg；美國國會預算辦公室(CBO)；凱基整理

圖 22：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-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	3.0	2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4	3.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.0		2.6	2.6	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	3.7	3.7	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.5	3.3	3.3	
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
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	148	63	31	162
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	286		232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)	(87)	569
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.8)	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)	(46)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.44	1.35	1.44
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	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)	1.9	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7	1.4	1.5	1.3	1.1
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	9.2	13.0
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.0	14.9	13.2
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.30	1.28	1.30	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	1.47	1.47
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.28	1.29	1.28	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	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3	55.6
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0	54.1
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0	56.7
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.05)	(0.12)	(0.19)	(0.32)	(0.50)	(0.31)	(0.06)	(0.07)	0.22	(0.11)	0.10	(0.12)	0.06	(0.08)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.2)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.4)	(1.2)	(1.1)
	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	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374	1,433
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,182	1,415	1,239
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	714	652	757	723	576	630	659	641	630	678	607
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1	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	1.4	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	1.6	2.1	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.4	2.5	2.2	1.6	2.0	2.4	1.9	1.9	2.4	2.6	2.1
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	5.1	7.2	6.8	5.0
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.6	7.8	6.9	5.8
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5	16.3
	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	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2	90.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	55.2
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.8)	(5.7)	(5.8)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.6)	(5.4)
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	176.7	30.6	203.5	102.3	12.6	55.8	80.2	105.3	231.2	172.7	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	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	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.47	4.73
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2	99.9

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 23：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3	8.4			13.0		15.4			12.9		
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2	2.6	2.5
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1	2.4	2.4
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	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	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9	11.9	22.6	25.6
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1	55.2	55.1
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	黃紅	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	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	40.0	39.0	41.0	41.0
	景氣領先指標	YoY %	4.9	(3.2)	(1.7)	2.0	11.3	12.6	13.9	15.0	16.0	17.1	18.7	20.4	22.0	23.3	24.4
	景氣同時指標	YoY %	8.8	(1.3)	(9.5)	2.7	17.6	18.5	19.4	20.3	21.2	21.8	22.2	22.5	23.0	23.7	24.4
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	5.3	8.0	7.7
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5	74.8	75.3
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3	60.5	62.6	58.1
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9	12.2	17.2
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7	40.3	32.9
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2	54.8	51.7	37.4
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	89.5	95.3	97.9
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	47.2	59.4	61.9
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	9.6	9.4	7.3
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	7.8	8.1	7.4
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1	597.2	594.3
	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	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	31.3	32.1	31.7	31.4	31.8	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)	*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。