



全球配置-美股策略

焦點內容

1. 美國經濟與上半年相比略有下滑，但在 AI 加持的製造業表現優於預期下，讓市場一定程度可忽略經濟下滑這個事實
2. 美股 2Q26 財報佳、但諸多企業的財測沒那麼樂觀，而財測會影響市場對 FCF 的解讀方式、看法與標準會隨之改變
3. 殖利率上升、公司財測樂觀程度不足給股市評價帶來壓力，而目前相對較不透明的貨幣政策也會提高債市波動而間接影響股市評價

殖利率上升與企業財測不如預期樂觀，費半、AI 股反彈暫畫休止符，短期應配置防禦股因應

重要訊息

前一次報告我們預測美股下跌將在 3Q 中段結束、基本上也的確如此。而今年美股第二季以來出現的大漲大跌、大幅波動，其實僅止於費半指數（圖 1），並非全面地擴散到大部份的美股指數。然而，即便只聚焦在半導體或 AI 企業，目前短期的問題也比較不在基本面、而在評價面，因此我們認為這波以費半指數為主的反彈在短期也面臨休息，需要尋找防禦股機會。

評論及分析

美國經濟與上半年相比略有下滑，但在 AI 加持的製造業表現優於預期下，讓市場一定程度可忽略經濟下滑這個事實。目前經濟相比於上半年是有些下滑的、與去年 4Q 以來的趨勢相反，一定程度反映美伊戰爭的滯後影響。從 Bloomberg 的預測中位數來看，包括美國在內，多數國家今年經濟預估與年初相比是下滑的（圖 2）；而美國在 1Q 後期發生美伊戰爭後，也從原先幅度不小的上修轉為下修，這一點在 3Q GDP 也會慢慢顯現。不過，在此同時製造業表現超乎預期也是全球性的，除了因為 AI 題材也開始在其他國家佔有一定重量外，關鍵在中國 PPI 這個全球製造業良窳指標也在 1Q 末轉正（圖 3）。從整體環境的經濟基本面來說，表現略有下滑，但製造業在 AI 題材下的優異表現一定程度讓市場可以忽視這個事實。

美股 2Q26 財報佳、但諸多企業的財測沒那麼樂觀，而財測會影響市場對 FCF 的解讀方式、看法與標準會隨之改變。2Q26 財報季基本結束，單以財報所呈現的數字來說，2Q26 表現仍佳，特別是受惠於美伊衝突與受惠於 AI 題材的泛科技股如科技、通訊、非必需消費等，獲利年增率都高於整體大盤甚多（圖 4）。而獲利正向驚奇表現特別突出者包括通訊與非必須消費，科技股獲利正向驚奇略低於大盤，主要是因為先前的預期已經大致跟上（圖 5）。即便以獲利上修（vs 3 個月前）的程度來看，多數類股也都明顯上修，S&P 500 整體上修 8.3%（圖 6）。股市反彈至 8 月上旬就出現瓶頸，關鍵在財報雖好、但諸多公司財測沒有那麼樂觀；而這也反映出一個事實，儘管大家相信 AI 是長線題材，但要對長期的獲利進行預估，仍有不小的不確定性（圖 7）。觀察自 3Q25 市場開始關注 AI 題材企業自由現金流（FCF）充足與否的議題開始，其實市場的解讀並非從頭到尾一致，而這種氛圍的轉換其實取決於財報與財測；當企業財報好且財測樂觀時，FCF 過高的企業反而會被認為在 AI 的資本支出軍備競賽企圖心不足，反之當財測沒那麼樂觀、市場趨避氛圍變強時，FCF 不足的企業就很容易成為眾矢之的而股價下跌。易言之，股市對 FCF 的看法與標準會隨財測等影響市場氛圍變數而改變，但債市則是一致性地對 FCF 下降的情況抱持負面看法（這是科技股近幾季發債的利差擴大最明顯的原因）。

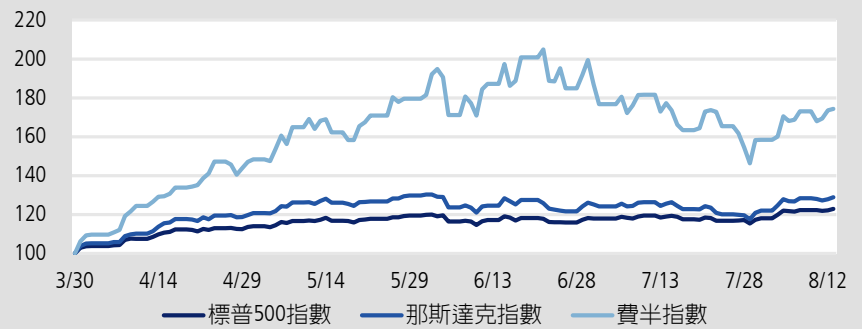
殖利率上升、公司財測樂觀程度不足給股市評價帶來壓力，而目前相對較不透明的貨幣政策也會提高債市波動而間接影響股市評價。我們認為，相比於獲利，目前股市評價的壓力應該比較大。或許市場初看可能認為目前各大盤指數的評價並不算高，至少跟 4Q25 比起來是如此；但目前的環境，無論從殖利率的角度、財測給予驚喜的程度，都說明 2Q26 以來的 P/E 修復有些「超漲」（圖 8），也進一步引發 6 月底至 7 月底那段半導體的股價下跌。原因是，市場有了 1Q26 財報的甜頭經驗後，思維已經轉變成獲利不只要好、還要特別好，才能支撐住評價。而市場之所以認為 2Q26 開始時評價不貴，是因為當時預估獲利大幅上修而導致反推的評價不高；一旦後續未來的獲利前景不像先前那樣樂觀，市場感受到的評價就不低了。除了財測的影響，殖利率衝高這點也是近期市場關注影響評價的焦點，無風險利率（10 年債殖利率）衝高並非一定不利、也不是某個特定水準（如 5%）被突破就一定會引發大災難，但當 10 年債殖利率升高反映的並非經濟成長加速、或在此同時 10 年債殖利率與政策利率差距縮小（例如：政策利率預期上升的速度高於 10 年債殖利率）反映的是通膨壓力，則股市也會承壓（圖 9）。此外，目前 Fed 主席 Warsh 的政策相比過去透明度有所下降，若以當年 Greenspan 主政時的經驗來看，其任內 FOMC 會議前後債市的波動度的確可能加大，並進一步影響股市評價（圖 10、11）。

結論

美股短期的問題比較不在基本面、而是在評價面。美股 2Q26 財報佳、但因企業的財測沒那麼樂觀，股價上漲動能在進入 8 月中後受限外，市場重新關注 FCF 下滑是否仍符合 AI 題材發展下的成本效益原則。而這一點其實延伸影響到評價面的部份，加上當前殖利率上升的壓力，美股評價明顯承壓；若再加上這陣子大型 IPO 吸收資金的壓力，則股價上漲面臨瓶頸可以預期（圖 12）。而這股壓力尤其會反映在費半與 AI 題材相關族群，特別在當前科技股大量發債、發債成本普遍拉高之下，對其評價必然造成進一步的壓力（圖 13）。據此，我們認為這波以費半指數為主的反彈在短期面臨休息，短期這段較震盪的時間，可以增加配置必需性消費與醫療等防禦類股，待市場消化完殖利率上升與 AI 前景能見度沒先前預期那麼高的疑慮後，再加碼科技、通訊與非必需消費等 AI 題材類股。

圖 1：2Q 開始指數的大漲大跌並非全面，主要表現在費半指數、AI 題材上

標普 500 指數、那斯達克指數、費半指數，點

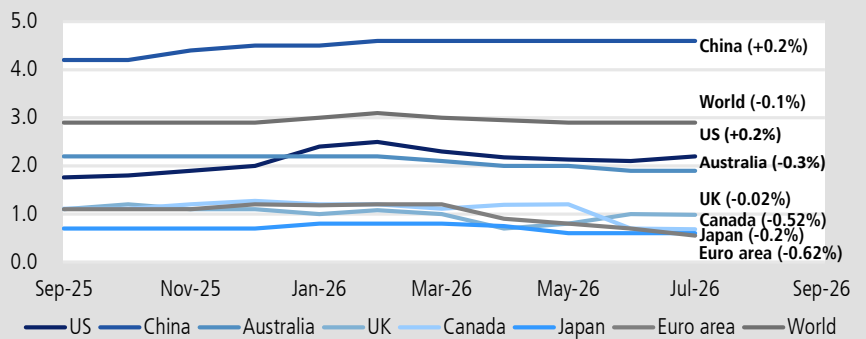


註：三個指數皆以 2026/3/30=100

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 2：2Q 中段左右，主要國家經濟成長開始下修

市場預估 2026 年全年 GDP 年增率，百分比



註：括號內為年初至今的修正幅度

資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3：全球而不只是美國的製造業出現反彈，關鍵在中國 PPI 轉正的推進效果

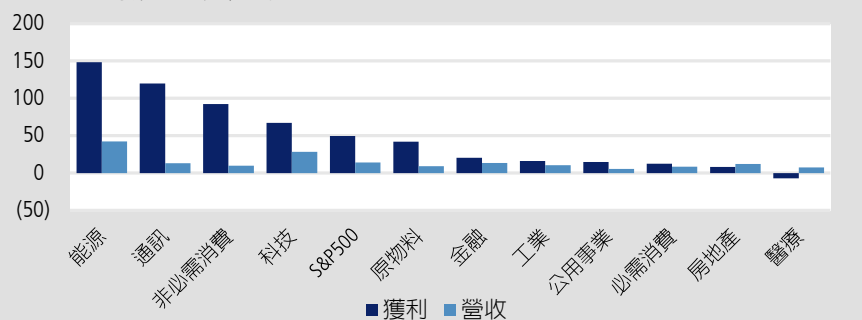
S&P global 全球製造業 PMI，點(左軸)；中國 PPI 年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：2Q26 財報表現仍亮眼

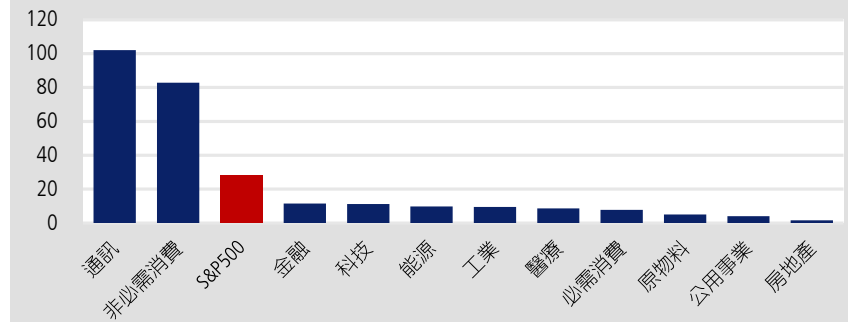
2Q26 各類股獲利與營收年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 5：獲利正向驚奇也很不錯

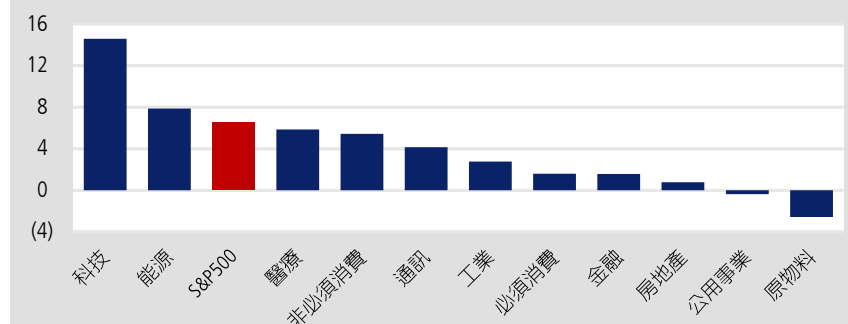
2Q26 各類股獲利驚奇，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：與 3 個月前相比，獲利多仍在上修

未來 12 個月 EPS 年增率預期修正幅度(目前相較於三個月前)，百分比



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 7：美股盛世卻也造成波動更大的長期獲利預估

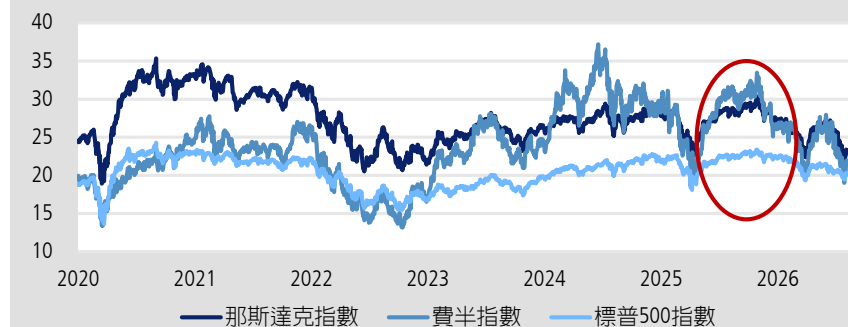
標普 500 指數未來 3 至 5 年長期獲利成長率，百分比



資料來源：FactSet；凱基

圖 8：2Q 以來的 P/E 修復可說是有些超漲，當前市場的思維已轉變成獲利不只要好、還要特別好(如 1Q26 的情況)，才能支撐住評價

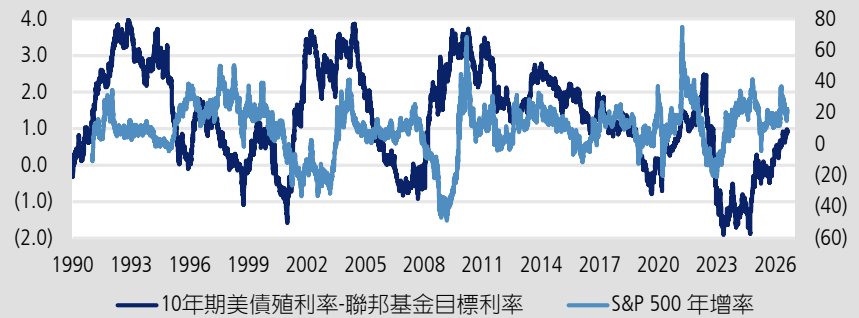
標普 500、那斯達克、費半未來 12 個月預期本益比，倍



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 9：若 10 年債殖利率與政策利率差距縮小是在反映通膨壓力，則股市也會承壓

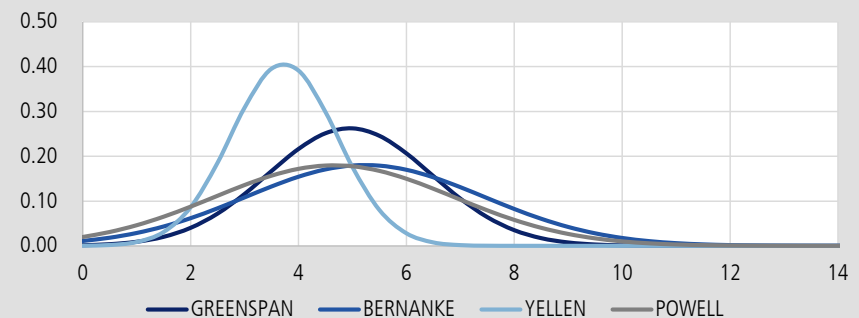
10 年期美債殖利率-聯邦基金目標利率，百分比(左軸)；S&P 500 年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10：在 Greenspan 時代，FOMC 會議前後的平均波動度的確不算小

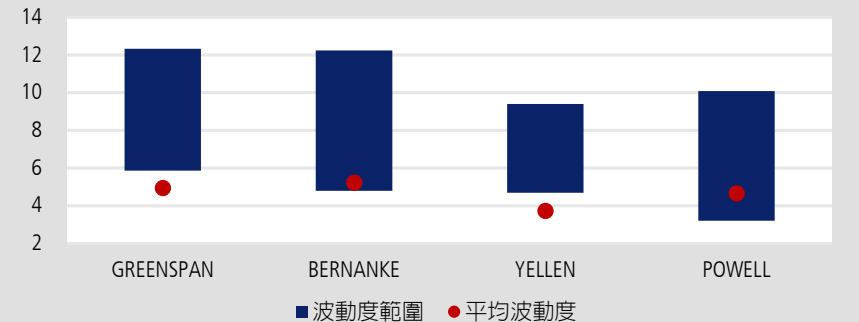
FOMC 會議前 2 週至後 1 週美國 10 年公債波動度，百分比(橫軸)；分布密度(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：極端值也比其他主席大

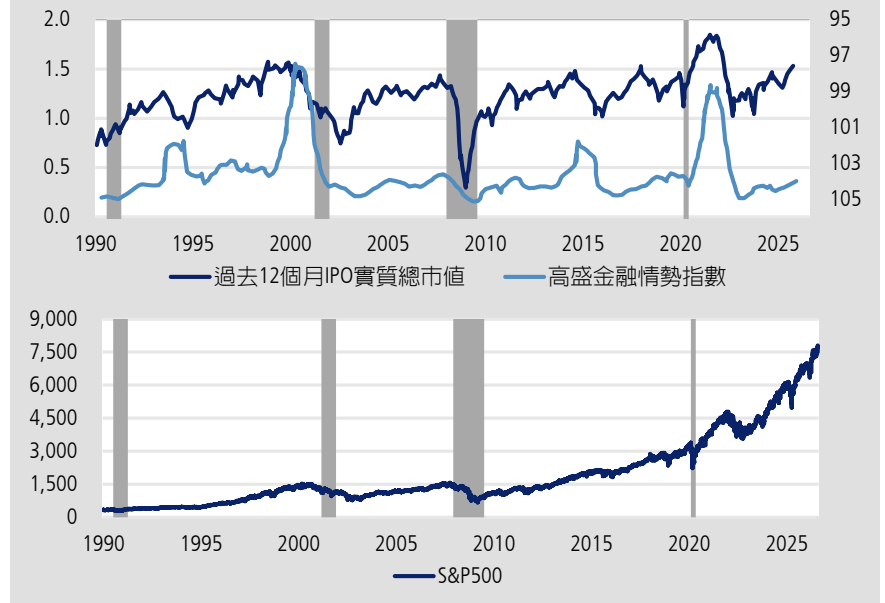
波動度區間&平均波動度，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12：如果 IPO 多、且資金是緊的，那股價的確比較容易下跌，所以此因素的影響力還是取決於未來的貨幣環境

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

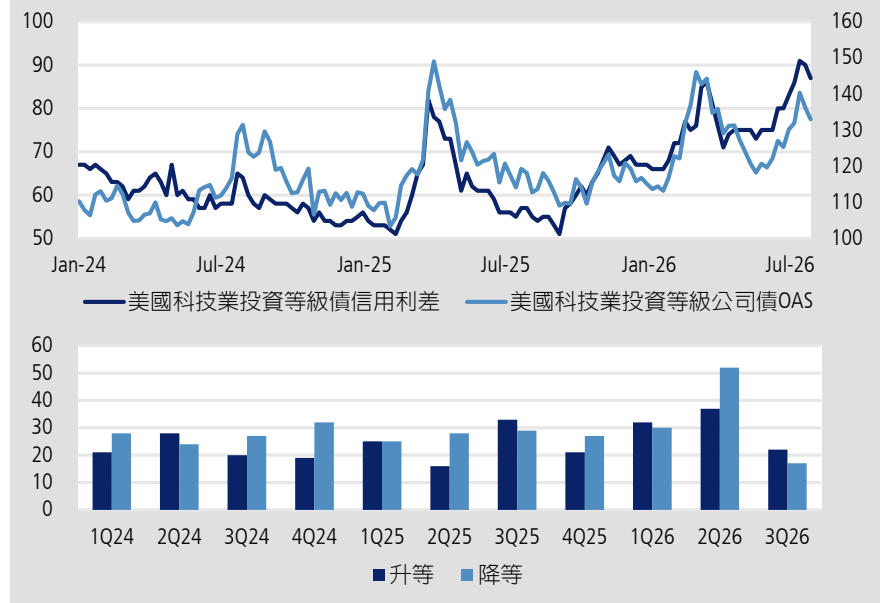


資料來源：Bloomberg、FactSet、高盛、凱基

圖 13：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、降等家數，個



資料來源：Bloomberg、凱基

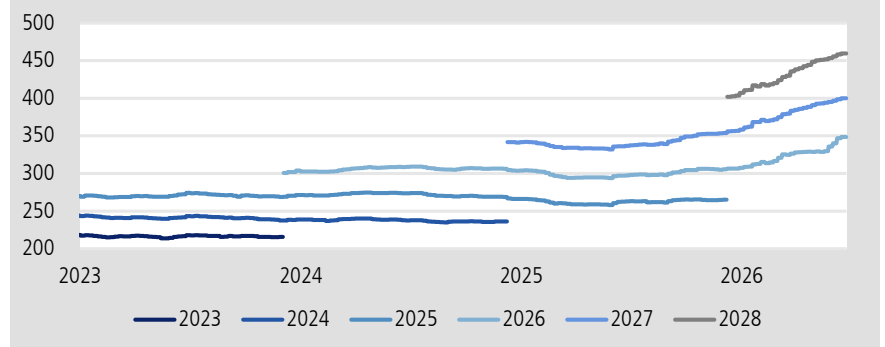
圖 14：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
8/27-29	Jackson Hole全球央行年會	Fed主席Kevin Warsh將首度在此年會中發表演說，各國央行也要適應其主掌下面貌可能不同的貨幣政策框架與各央行之間的連帶影響
9/9-10	ECB會議	市場已充分反應9月升息，重點關注最新經濟成長和通膨預估報告，以及ECB對能源衝擊的看法
9-15-16	FOMC會議	近期就業市場轉弱，加上CPI、PPI通膨壓力未進一步升高，使市場預期9月聯準會升息機率降至約3成，但仍須留意後續通膨風險是否再起。
9/17-18	BOJ會議	9月升息機率已大幅升高，關注此次升息後會後聲明和記者會上的央行態度是否偏鷹

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

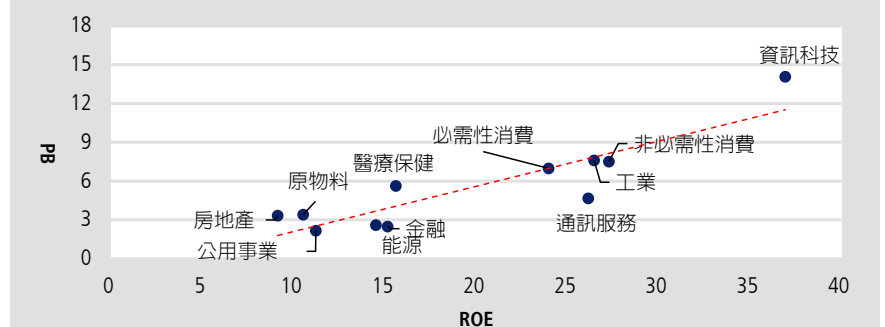
圖 16：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	2026	2027
S&P 500	51.9	29.3	26.7	18.3	1.0	34.0	13.4
非必需性消費	90.4	3.4	15.5	(4.8)	(29.5)	35.7	(2.3)
必需性消費	12.3	4.1	7.6	7.5	3.6	7.8	7.0
能源	142.7	102.9	81.4	64.9	(29.9)	83.0	(12.5)
金融	25.3	5.6	11.4	8.8	(0.2)	16.1	8.4
醫療保健	(6.7)	6.6	14.0	22.7	33.7	2.1	22.2
工業	20.2	16.7	5.8	18.1	16.2	12.8	17.8
原物料	40.3	30.9	40.7	20.6	6.7	38.3	11.3
房地產	9.6	3.9	4.4	5.6	5.3	7.9	7.3
資訊科技	73.8	62.5	52.6	47.3	32.3	60.6	33.3
通訊服務	114.2	49.3	11.1	(20.4)	(41.1)	56.5	(11.9)
公用事業	9.7	6.9	15.3	2.4	9.9	11.3	8.8

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	AAXJ	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	黃金開採	GDXX	VanEck Gold Miners ETF
港	EWH	iShares MSCI Hong Kong ETF	銅開採	COPX	Global X Copper Miners ETF
韓	EWY	iShares MSCI South Korea ETF	基建	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF
台灣	0050.TW	Yuantan/P-shares Taiwan Top 50 ETF	運輸	IYT	iShares US Transportation ETF
印度	INDA	iShares MSCI India ETF	航空	JETS	U.S. Global Jets ETF
巴西	EWZ	iShares MSCI Brazil ETF	國防/軍工	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF
越南	VNM	VanEck Vietnam ETF	生技	XBI	SPDR S&P Biotech ETF
風格			醫材	IHI	iShares U.S. Medical Devices ETF
美國成長	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF	建築	XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF
EAFE 價值	EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF	電信	IYZ	iShares U.S. Telecommunications ETF
小型股(羅素 2000)	IWM	iShares Russell 2000 ETF	全球上游天然資源	GUNR	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund
小型股 3 倍作多	TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares	全球能源	IXC	iShares Global Energy ETF
放空羅素 2000	RWM	ProShares Short Russell2000	全球金屬&採礦	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF
大型成長股	SPYG	SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF	全球基建	IGF	iShares Global Infrastructure ETF
大型價值股	SPYV	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF	全球國防/軍工	SHLD	Global X Defense Tech ETF
小型成長	SLYG	SPDR S&P 600 Small Cap Growth ETF	歐洲國防/軍工	EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF
小型價值股	SLYV	SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF	歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
標普高 beta(proxy 循環股)	SPHB	Invesco S&P 500 High Beta ETF	中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
美股息	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF
全球高股息	IDV	iShares International Select Dividend ETF	主題		
美國低波動	USMV	iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF	ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
財務強健	FTCS	First Trust Capital Strength ETF	新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
美國基本面加權中小股	PRFZ	Invesco FTSE RAFI US 1500 Small-Mid ETF	儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology ETF
S&P 500 品質股	SPHQ	Invesco S&P 500@ Quality 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			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	PFIX	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
			白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
			白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
能源			鈀金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
原油	USO	United States Oil Fund LP	工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	銅	CPER	United States Copper Index Fund
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP	稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF
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	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	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	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.1	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.7	2.8	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	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	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	61.4
	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	4.1
	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	63	20	(23)
	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)	(87)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.8)	13	(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	1.34	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	3.3	3.4	3.2
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	0.7	1.4	1.5	1.3	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	1.30	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.56	1.56	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	1.28	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	55.6
	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	54.1
	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	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)	(0.36)	(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)	(1.4)	(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	1,347	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374	1,443
	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	1,182	1,415	1,239
	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	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	7.2	6.8	5.0
	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	7.8	6.9	5.8
	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	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	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2	90.8
	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	55.2
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.8)	(6.2)	(5.7)	(5.8)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.6)	(6.0)
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	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	4.50	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	4.23	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	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

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		15.4			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	2.5
	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	2.4	2.4
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	55.1
	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	
消費	零售銷售	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	
	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	75.3
	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	60.5	62.6	58.1
	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	17.2
	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	32.9
	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	54.8	51.8	37.4
	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	98
	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	61.9
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	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	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	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)	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。