

全球配置-美股策略

1Q 美股高檔震盪，把握市場輪動到價值股的投資機會

焦點內容

1. 經濟優於預期，主因「K 型經濟」下方那隻腳比想像中強韌，而這來自於勞動市場僅是下行尚未惡化
2. 今年 AI 主導股市的邏輯仍未改變，但市場集中度已高，可能成為 cap 住這些大股漲幅的限制因素
3. 4Q25 財報季剛展開，因獲利正向驚奇的門檻已墊高、加上評價處高檔，股市要再大幅正向反應可能相對受限。預期 1Q 美股高檔震盪，但可把握市場輪動到價值股的投資機會

重要訊息

我們上修年度展望對 1Q26 美股震盪偏跌的看法至高檔震盪，原因是景氣優於預期、各種先前討論的風險也降低。唯因市場集中度已高、AI 股評價多處高位、獲利正向驚奇門檻提高，美股短線也缺乏再明顯上攻的動能；市場資金由成長股輪動到價值股的現象，在 AI 股稍事休息的情況下撐住了盤面。

評論及分析

經濟優於預期，主因「K 型經濟」下方那隻腳比想像中強韌，而這來自於勞動市場僅是下行尚未惡化。與去年底我們出版展望時的情況相比，美國經濟明顯情況更優於預期；特別是在企業端的討論中，因對關稅等不確定性的反映程度降低，市場討論衰退情境也大為減少（圖 1）。而經濟到 4Q25 仍優於預期，一個很大的關鍵是先前市場一度熱烈討論的 K 型經濟（指的是不同產業或社會階層呈現分化的現象，如同字母「K」兩條不同走向，一邊持續攀升、一邊持續探底），「下方」的那隻腳比預想的更強韌：低薪者的消費支出成長並不遜於富有者（圖 2）。而之所以如此，是因為在勞動市場下行的情況下，整體名目薪資成長目前並不弱（未低於疫情前、且不僅是通膨相對高低的影響）；甚至低薪者的薪資成長在 2020-24 還較快，直至 2025 年才慢下來（圖 3、4）。

今年 AI 主導股市的邏輯仍未改變，但市場集中度已高，可能成為 cap 住這些大股漲幅的限制因素。另一個過去幾個月市場熱議的議題，大型雲端服務商(CSP)改採債權籌資的現象（圖 5），認為這可能是自由現金流(FCF)下降而採行的手段，而這是否是 AI 資本支出泡沫的前兆？我們認為討論這個問題應更深入一些：是否因 FCF 不夠、才導致對融資活動現金流(CFF)的需求激增，並造成因違約風險增加，而導致籌資成本相應大幅上升？以甲骨文為例，其 FCF 過去幾個月快速下滑、要繼續擴張只得由擴張債務籌資來滿足這個需求，在此情況下要付出的「信用貼水」確實也上升（圖 6），這是市場 4Q25 以來持續擔憂的原因。

然而，目前這畢竟尚未成為普遍現象（非整個產業）、更不至於進一步造成金融系統風險；也就是說，從資本支出的趨勢來看（圖 7），我們並不認為今年就是 AI 泡沫的時間，無須過度擔心與懷疑。因此，從股市題材角度來看，今年 AI 主導股市的邏輯仍未改變。唯這個主導邏輯要再進一步增強，在美股領域恐怕有困難；當前這些 AI 大股佔據整個市值的比重已來到百年來的新高（圖 8），期待這些大型股股價漲幅繼續相對高、而讓這個前 10% 市值股票的占比再創高，並不切實際。

4Q25 財報季剛展開，因獲利正向驚奇的門檻已墊高、加上評價處高檔，股市要再大幅正向反應可能相對受限。近期來看，美股 4Q25 的財報季已於 1 月中展開，目前看來仍有不錯的獲利表現（圖 9、10），但樣本數尚不多。唯對後續公布後的市場反應，我們預期當前市場要對獲利有正面驚奇的股票有大幅反應（股價大漲）的機率已經降低不少了；原因是「驚奇」的門檻已經墊高、特別是在目前評價高漲的情況下，市場恐怕難以用非常正面的角度來看正向驚奇，漲幅也因此受限（圖 11）。從 3Q25 的經驗來看，即便獲利超越預期不少，若評價處在過去 5 年相對高的位置，則股價漲幅也會受限、甚至部分個股還出現下跌（圖 12）。

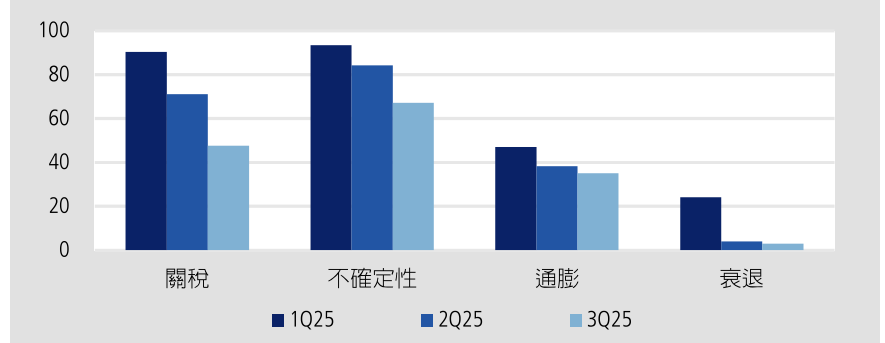
結論

回顧 2025 的金融市場（圖 13）：地區上，韓國的 AI 題材記憶體補漲行情、中國貿易戰下的前期堅韌、台灣年底的臨去秋波；美股類股上，AI 題材一枝獨秀，無論基礎建設、設備、語言模型（科技、通訊服務）與應用（工業），帶動大型成長股的 outperformance；原物料方面，群魔亂舞，貴金屬、特別是非黃金的白銀、白金漲幅最大，另地緣政治、供給面題材的波羅的海指數也瘋漲。而從過去 20 年來，科技股、大型成長股仍穩定雄踞長期 CAGR 報酬最高的前 2 名，黃金也在這幾年的趕超下衝上第 3 名。

展望未來 1-3 個月，我們略微上修年度展望的看法：因經濟比預期佳、各種風險也不若之前想像的強，股市 1Q 將呈現高檔（比先前預期高）震盪格局，就算是下跌也會相對有限。然而，就短期來看，因市場集中度已高、AI 股評價多處高位、獲利正向驚奇門檻提高等因素，短線也缺乏再明顯上攻的動能，而市場/類股輪動（其實各國股市之間也有類似現象）的現象，特別是資金由成長股輪動到價值股的現象，倒是在 AI 股稍事休息的情況下撐住了盤面（圖 14）。而在風險方面，Fed 獨立性受干預、降息時程延後，國際地緣政治風波又起，以及財政赤字重回視野等，是未來需留意的因素。

圖 1：企業目前已不太關心關稅、不確定性與經濟衰退

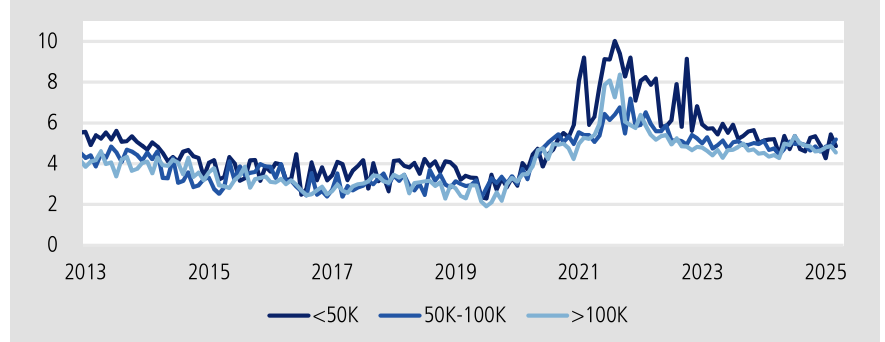
S&P 500 企業於法說會中提及相關議題的比例，百分比



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 2：窮人的消費支出成長比市場預想的更強韌

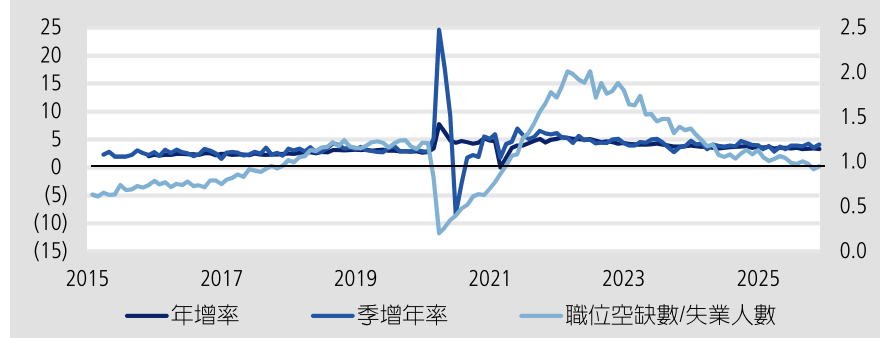
各不同所得級距家庭未來一年消費成長預期中位數成長，百分比



資料來源：Fed 紐約分行；凱基

圖 3：儘管勞動市場緩慢下行，但目前為止薪資成長比預期強韌

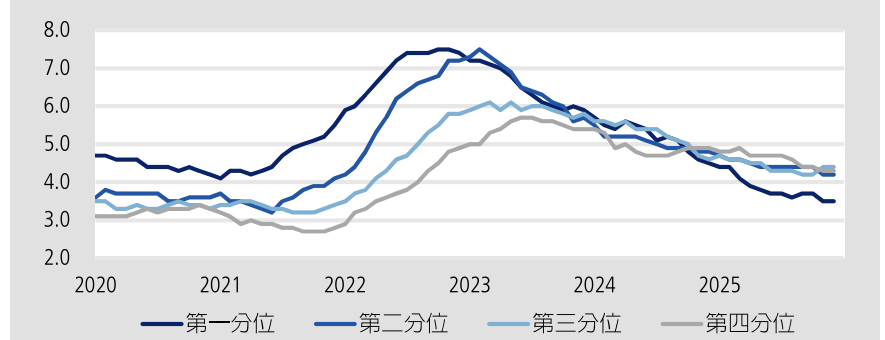
平均時薪：年增率、季增率年化，百分比(左軸)；職缺數對失業人數比率，倍(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 4：最低薪 25% 者的薪資成長率在 2025 才明顯趨緩至低於其他所得族群的水準

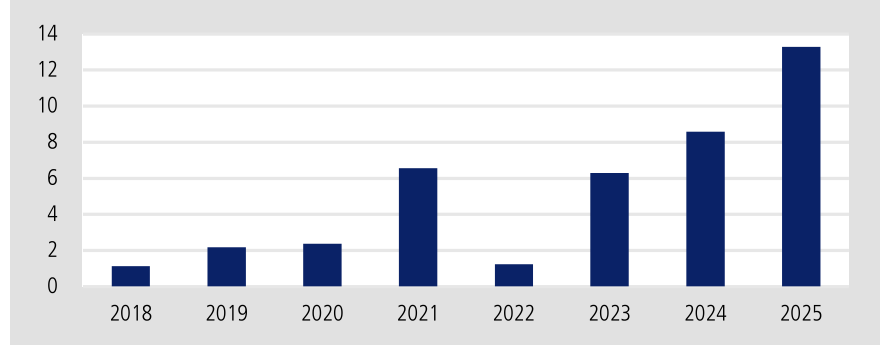
各所得級距時薪成長率中位數，百分比



資料來源：Fed 亞特蘭大分行；凱基整理

圖 5：AI 資本支出越來越常用債務籌資的管道來支應

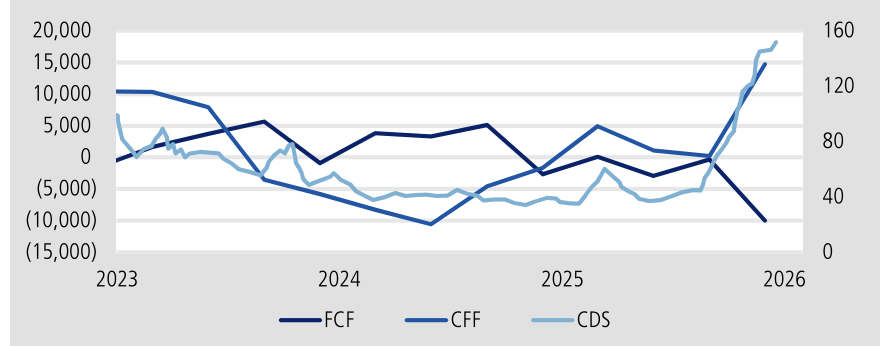
美國與資料中心相關的 ABS 發行金額，十億美元



資料來源：Green Street；凱基整理

圖 6：Oracle 的 FCF 過去幾個月快速下滑、要繼續擴張使債務籌資需求(CFF)大增，在此情況下要付出的「信用貼水」上升

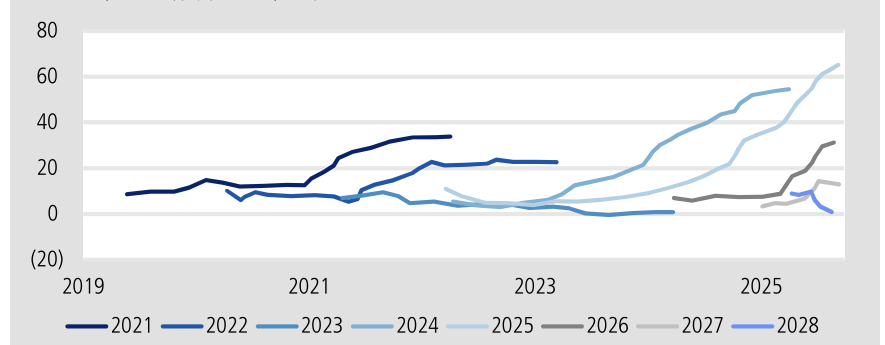
甲骨文的 FCF、CFF，百萬(左軸)；CDS，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：今年還不是資本支出引發 AI 泡沫的時間

五大 CSP 業者合計資本支出年增率，百分比



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 8：雖然 AI 仍會主導今年的美股，但集中度要再進一步上升有困難

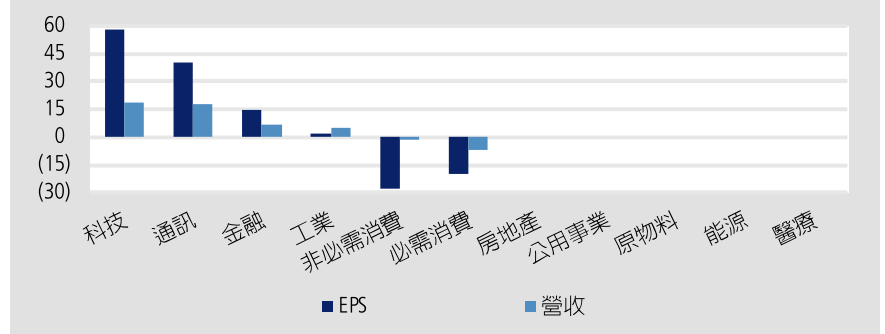
美股市值前 10% 大的股票市值占整體市場的比例，百分比



資料來源：CRSP；凱基整理

圖 9：從目前公布的情況來看，4Q25 獲利表現仍不錯，科技、通訊服務等 AI 大宗表現尤佳

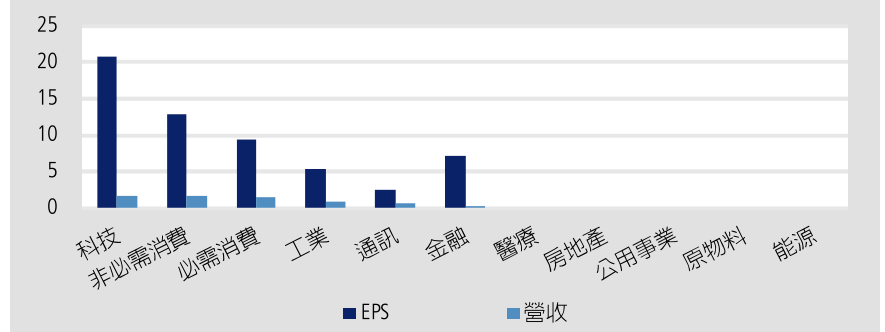
S&P 500 11 個類股 4Q25 的營收與 EPS 年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10：整體 EPS 正向驚奇達到 10.6%

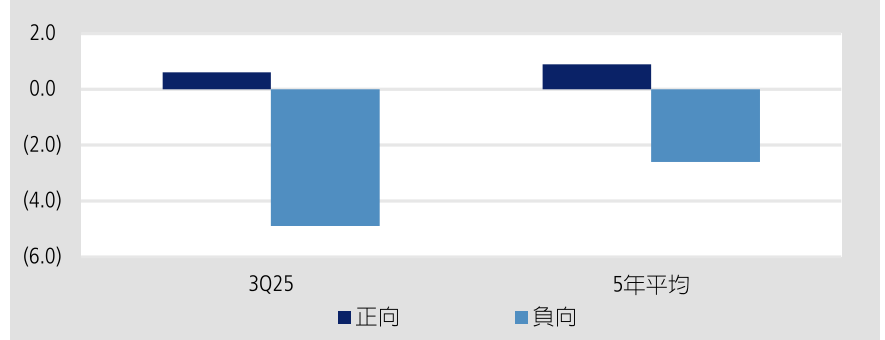
S&P 500 11 個類股 4Q25 的營收與 EPS 驚奇，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 11：由 3Q25 的經驗來看，財報的獲利正向驚奇要讓市場驚艷的門檻已經大幅提高、特別是在評價已高的情況下

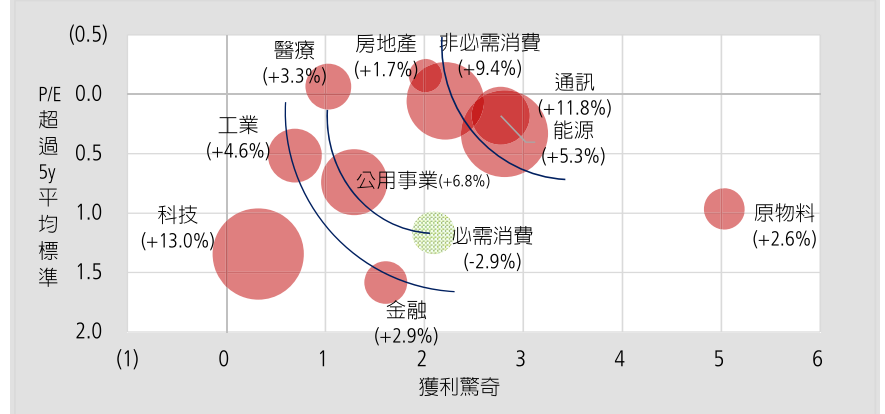
獲利正向、負向驚奇對股價的影響，百分比



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 12：即使獲利超越預期不少，若評價處偏高的位置，則股價漲幅也會受限

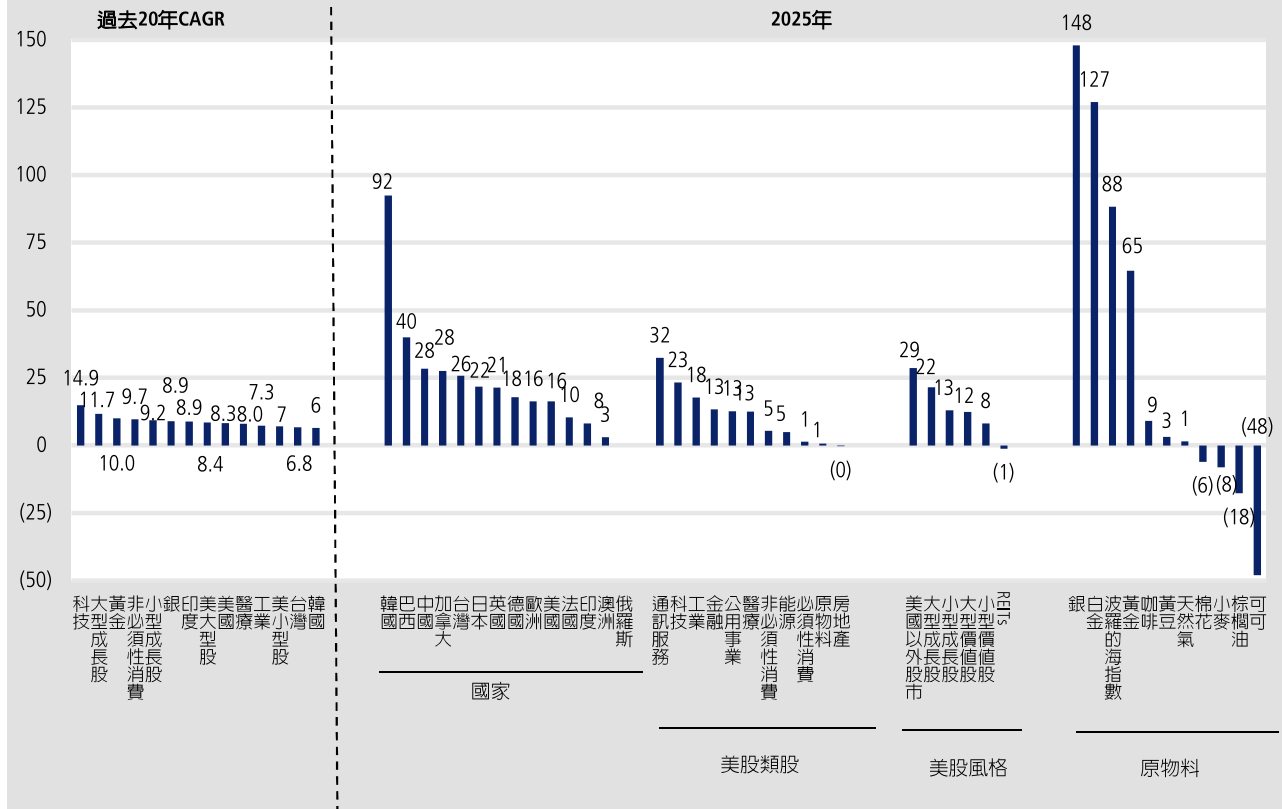
類股股價漲跌與獲利驚奇、評價高低的關係：獲利驚奇，百分比(縱軸)；P/E 超過 5 年平均幾個標準差(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 13：2025 金融市場表現回顧

全球 2025 年各類資產表現(美元計價)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 14：近期資金由成長股輪動到價值股



圖 15：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
1/19-23	WEF年會	本屆的主題為「對話的精神」
1/21	川普與庫克關於解雇正當性的言辭辯論	將成Fed獨立性是否受到干預的例證
1/22-23	BOJ會議	雖仍保持升息方向，但不至於在本次會議升息
1/27-28	FOMC會議	不會降息，但市場關注其是否對全年貨幣政策看法出現改變、理事們的分歧是否縮小
3/2-5	MWC世界行動通訊大會	聚焦新技術的發展
3/4	中國兩會	正式公布十五五計畫，為2026-2030經濟發展定調
3月初	美國期中選舉初選	市場對選舉結果的不確定性可能會在未來半年內持續
3/15-18	輝達GTC大會	聚焦CUDA 以及機器人領域的最新進展
3/17-18	FOMC會議	預計降息一碼，SEP預估是否調整也是關注焦點
1Q	新任Fed主席公布	目前Hassett與Warsh是最可能人選，貨幣政策的走向與獨立性將影響市場氛圍
1H	美國最高法院對國際緊急經濟權力法下課徵的關稅做出最終裁決	市場關注川普是否運用其他關稅法源來延續關稅課徵

資料來源：凱基整理

圖 16：S&P 500 各年度 EPS 預估

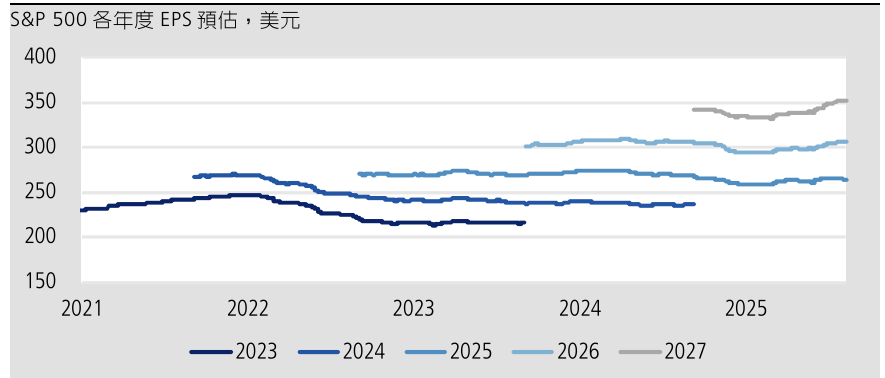


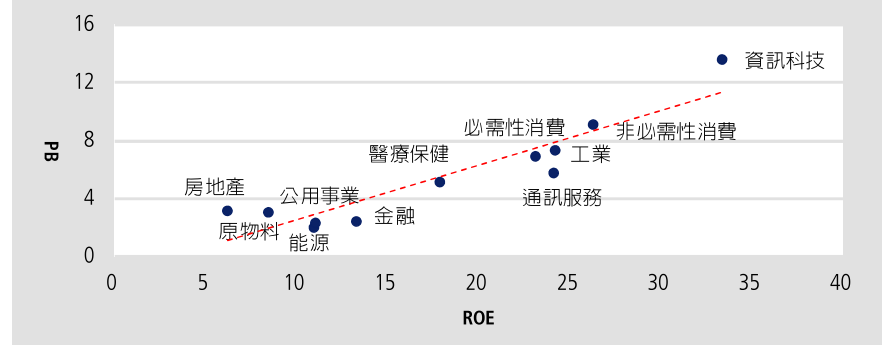
圖 17：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	2025	2026
S&P 500	9.0	13.7	15.3	15.2	18.2	13.3	15.5
非必需性消費	(2.1)	6.4	9.1	7.6	19.3	6.2	11.5
必需性消費	1.6	6.3	7.0	6.7	8.3	0.4	7.2
能源	(0.2)	(3.9)	7.3	3.8	10.3	(9.4)	4.4
金融	9.2	17.3	8.0	3.3	9.7	14.9	9.4
醫療保健	(1.8)	1.5	8.1	9.7	18.9	12.6	8.8
工業	(2.0)	7.5	15.1	16.3	21.2	8.7	15.8
原物料	8.5	25.5	20.4	20.3	25.2	0.1	22.2
房地產	0.7	12.8	6.2	3.7	6.6	4.7	7.6
資訊科技	26.6	36.0	35.9	28.9	26.9	25.4	31.3
通訊服務	7.3	(2.7)	6.0	31.9	15.3	20.3	10.6
公用事業	3.2	8.4	11.7	6.0	18.2	5.0	9.4

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 18：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	Yuantan/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	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense 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
			建築	XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF
			電信	IYZ	iShares U.S. Telecommunications ETF
			全球上游天然資源	GUNR	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund
			全球能源	IXC	iShares Global Energy ETF
			全球金屬&採礦	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF
			全球基建	IGF	iShares Global Infrastructure ETF
			全球國防/軍工	SHLD	Global X Defense Tech ETF
			歐洲國防/軍工	EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF
			歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
			中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
			中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF
			主題		
			ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
			新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
			儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology 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
			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

股市

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

全球整體債券	BNDX	Vanguard Total International Bond ETF
美國核心整體債券	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF

公債

美所有天期	GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF
美短天期(1-3M)	BIL	SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF
美短天期(1-3Y)	SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF
美中天期(3-7Y)	IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF
美中天期(7-10Y)	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF
美長天期(10-20Y)	TLH	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF
美長天期(20+Y)	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF
美長天期 3 倍作多	TMF	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bull 3X Shares
美長天期 3 倍作空	TMV	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bear 3x Shares
TIPS	TIP	iShares TIPS Bond ETF
短天期 TIPS	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF
利率避險	PFI	Simplify Interest Rate Hedge ETF
免最低稅賦市政債	PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF

投資級債

全球 IG 債	IBND	SPDR Bloomberg International Corporate Bond ETF
美國總 IG 債	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF
美國短期 IG 債	VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF
美國中期 IG 債	VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF
美國長期 IG 債	VCLT	Vanguard Long-Term Corporate Bond ETF
美國 AAA-A 級 IG 債	00751B.TW	Yuantan US 20+ Year AAA-A Corporate Bond ETF

非投資級債

美國總 HY 債	HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF
美國短期 HY 債	SJNK	SPDR Bloomberg Short Term High Yield Bond ETF
墮落天使	ANGL	VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF

新興市場債

EM 美元債	EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF
EM 當地貨幣債	EMLC	VanEck J. P. Morgan EM Local Currency Bond ETF
EM 主權債	PCY	Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF

其他債券類

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

全商品指數	DBC	Invesco DB Commodity Index Tracking Fund
乾貨航運	BDRY	Breakwave Dry Bulk Shipping ETF

能源

原油	USO	United States Oil Fund LP
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP
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
鈾礦(公司)	URA	Global X Uranium ETF

金屬

黃金	GLD	SPDR Gold Shares
白銀	SLV	iShares Silver Trust
白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
鉑金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
銅	CPER	United States Copper Index Fund
稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF

農產品

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

美元	UUP	Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund
美元作空	UDN	Invesco DB US Dollar Index Bearish Fund
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

虛幣

比特幣	IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF
作空比特幣	BITI	ProShares Short Bitcoin Strategy ETF

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	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar						(0.6)			3.8			4.3			
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8		2.0			2.1			2.3			
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7	2.9	3.0		2.7	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	2.9	3.1	3.0		2.6	2.6
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.6	2.7	2.4	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8		
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	3.0	2.7	2.6	2.8	2.8	2.9	2.8			
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.6	62.5	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2	62.3	62.5	62.5	62.4
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.0	4.2	4.2	4.2	4.3	4.1	4.3	4.3	4.4	4.5	4.4
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	111	102	120	158	19	(13)	72	(26)	108	(173)	56
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	2,245	(493)	171	389	(654)	83	(187)	230	286		232
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(40)	103	205	63	47	(2)	140	13	(26)	175	24
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.40	1.38	1.41	1.43	1.39	1.40
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.9	3.8	3.7	3.7	3.8
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	0.9	0.8	0.6	0.9	0.1	0.6	1.9	1.2	2.0	2.1	2.7
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6	3.6	5.1	9.7	4.7	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.5	4.4	2.5	5.3	6.4	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57	1.56	1.56	1.56	1.56	1.56	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.31	1.29	1.29	1.30	1.29	1.29	1.28	1.28	1.28	1.29	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	49.0	48.0	48.7	49.1	48.7	48.2
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8	50.1	52.0	50.0	52.4	54.4
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4	47.1	51.4	48.9	49.4	47.4
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.36	(0.06)	(0.12)	(0.17)	(0.43)	0.42	0.17	(0.35)	(0.27)	(0.11)	(0.12)	(0.31)	(0.21)		
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(2.7)	(3.0)	(3.6)	(4.3)	(3.9)	(3.9)	(3.4)	(3.4)	(3.3)		
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5	6.2			18.5		9.5			6.5		
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)	9.4			(20.3)		(28.6)			11.5		
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,393	1,362	1,330	1,415	1,411	
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,358	1,490	1,355	1,398	1,282	1,382	1,420	1,291	1,306	1,246	
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	662	642	660	706	627	662	639	711	738	737	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9	4.0	4.0	4.1	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	4.8	4.5	4.1	3.4	2.8	2.1	1.8	1.6	1.4	1.3	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	3.3	2.7	3.2	3.1	2.5	2.5	2.6	2.8	2.4		
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	4.4	4.1	5.0	4.1	3.3	3.3
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	4.0	4.0	4.8	3.8	3.7	4.3
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3	16.4	16.1	16.4	15.3	15.6
	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	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	71.7	64.7	57.0	52.2	52.2	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.3)	(4.1)			(4.5)			(4.4)			(4.0)		
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	(39.7)	103.1	161.1	(24.0)	257.2	156.8	39.1	132.8	177.5	30.9	220.2
	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23	4.37	4.23	4.15	4.08	4.01
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9	100.0	97.8	97.8	99.8	99.5

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	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3		5.5			7.7			8.2			
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.7	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5	1.6	1.3	1.5	1.3
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	2.3	1.0	1.7	1.7	1.6	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.3	3.4	3.4	3.3	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.3	18.7	13.7	16.4	14.2	16.4
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2	46.2	47.4	46.8	47.7	48.8
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	黃紅	黃紅	黃紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0	29.0	31.0	34.0	35.0	37.0
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.3)	(1.5)	2.4	9.6	9.1	8.2	7.2	6.5	6.0	6.0	6.5	7.2	8.0	8.6
	景氣同時指標	YoY %	8.6	(1.4)	(9.4)	3.9	11.8	12.7	13.6	14.3	14.7	14.8	14.9	15.2	15.7	16.4	16.9
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	1.4
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	38.7	41.3	49.6	48.6	51.7	53.3	56.7	58.5	54.2	61.6	64.1
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	28.6	34.7	42.6	41.3	39.1	41.3	42.4	41.7	41.9	39.2	48.0
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	10.1	6.6	6.9	7.4	12.6	12.1	14.3	16.8	12.4	22.4	16.1
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	4.4	31.4	18.6	29.9	38.6	33.7	42.0	34.0	33.8	49.2	56.0
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	(17.2)	47.4	28.7	32.9	24.8	17.2	20.5	29.5	25.1	14.5	45.0
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	48.0	51.6	54.9	59.1	60.8	59.8	60.5	60.1	70.3	69.4	73.0
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	(1.0)	36.5	16.3	25.2	24.2	31.0	20.8	19.5	30.6	25.0	39.5
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4	2.9	4.5	5.2	4.8	4.9
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5	3.4	4.8	5.4	5.0	5.1
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4	597.9	597.4	602.9	600.2	599.8
	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	30.7	32.8	32.7	32.8	33.2	32.0	29.9	29.6	29.9	30.6	30.5	30.7	31.4

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，并不能在未獲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。