

2Q26 全球投資展望

美國經濟投資驅動趨勢成形、全球製造業復甦利多經濟；股市 AI 題材仍是重點，尤其看好美股與新興亞股

焦點內容

1. 股市：美股本支出轉化為獲利的能力獲認證，上修目標價至 8,000 點、樂觀上看 8,400 點；類股 3Q 先配置必需消費與醫療等防禦股，整個 2H 則著重科技、通訊、原物料、工業與公用事業類股。歐股評價受限與結構分化下的謹慎佈局，首選義大利&西班牙、金融；日股評價驅動轉向獲利驗證，首選銀行和半導體。新興亞股 AI 超級循環持續，留意國際市場波動
2. 債市：美債殖利率將轉降，短期交易上可做多中長期美債；公司債較建議佈局高評等和風險調整後正利差產業 IG 債；EM 債可關注印度與中國
3. 匯市下半年美元可能呈高檔震盪，人民幣相對穩健，日元或有表現空間；商品油市焦點由供給轉向需求；銅市長期供需結構清晰，留意美國銅關稅；黃金因降息週期結束而承壓

經濟：各國受美伊戰爭影響因能源需求結構不同而有差異。美國轉向投資驅動大於消費的態勢，因通膨升溫與就業持穩，政策向升息傾斜；歐元區財政支撐與民間需求走弱下的低速成長；日本外需韌性與內需待修復下的溫和成長；中國 2H 財政刺激發力提供疲弱內需支撐，但出口增速可能放緩

股市：AI 題材仍是重點，且落地和應用持續擴展，看好美股與新興亞股

- (1) 美股本支出轉化為獲利的能力在 1Q26 財報獲得認證，評價上獲利率提升抵銷 10 年殖利率上升利空；上修今年目標價至 8,000 點、樂觀上看 8,400 點。配置上 3Q 先納入必需消費與醫療等防禦股，整個 2H 則著重科技、通訊、原物料、工業與公用事業類股。
- (2) 歐股評價受限與結構分化下的謹慎佈局，首選義大利&西班牙、金融。
- (3) 日股評價驅動轉向獲利驗證，首選銀行和半導體。
- (4) 陸股受成本衝擊與全球 AI 浪潮交雜，惟新興產業有機會帶動其上漲。
- (5) 新興亞股 AI 超級循環持續，留意國際市場波動。

債市：美債殖利率將轉降，短期交易上可做多中長期美債；公司債較建議佈局高評等和風險調整後正利差產業 IG 債；EM 債可關注印度與中國

- (1) 美債殖利率將轉降，短期交易上可做多中長期美債。
- (2) IG 級債建議佈局 A/A2 以下至 BBB/Baa2 級以上和風險調整後正利差之產業如銀行、科技、保險、公用事業、通訊。
- (3) HY 級債末端企業信用緊縮明顯，建議避開 CCC/Caa 級或以下等級。
- (4) EM 債預期 2H26 物價壓力降低之利多，可關注通膨較低、且為投資等級和信用展望穩健之國家如印度與中國。

匯市：下半年美元可能呈高檔震盪，人民幣相對穩健，日元或有表現空間

商品：油市焦點由供給轉向需求；銅市長期供需結構清晰，留意美國銅關稅；黃金因降息週期結束而承壓

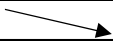
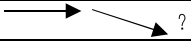

投資策略（括弧內為相對應的 ETF）：

- (1) 地區推薦美國(VOO)、義大利(EWI)、西班牙(EWP)、日本(EWJ)、新興亞洲(AAXJ)、韓國(EWY)；(2) 風格上 3Q 需納入防禦/低波股(USMV)，整個 2H 仍著重成長股(SPYG)與循環股(SPHB)；(3) 類股先納入必需性消費(XLP)、醫療(XLV)，整個 2H 重回核心 AI 主軸(AIQ)如科技(XLK、半導體 SMH、資料中心 DCTR、網通設備)、通訊服務(XLC)與 AI 基礎建設題材如原物料(XLB、XME)、工業(XLI、AIRR)、機器人(BOTZ)、電力基礎建設(GRID、AIPO)；歐洲金融(EUFN)、日本半導體(200A.JP)、銀行(1615.JP)；(4) 固定收益加碼高評等投等債(LQD)、短期做多中長期公債(TLH、TLT)；(5) 商品推薦工業金屬(DBB、CEPR)。

投資風險

- (1) Fed 縮表速度快於預期導致流動性緊縮；(2) BOJ 升息快於預期導致日圓套利交易平倉；(3) 美伊協議在 8 月中前出現新變數、地緣政治風險重新上揚。

2H26 投資規劃

	3Q26F	4Q26F
全球經濟	3Q是油價衝擊對經濟影響變大的時刻，但目前評估尚不至於過大	
美國經濟(YoY)		
全球股市	美國受油價衍生的影響小，加上AI題材最盛，在DM中表現仍最突出	
美股方向		
美股S&P 500區間預估	7,200-7,700	7,650-8,000
美10年債殖利率		
美元指數	100	99

目錄

	頁數
經濟	4
(1) 全球	4
(2) 美國	6
(3) 歐元區	13
(4) 日本	14
(5) 中國	16
股市	18
(1) 全球股市	18
(2) 美股	19
(3) 美股類股	27
(4) 歐股	30
(5) 日股	32
(6) 中港股市	33
(7) 新興亞股	35
債市	38
(1) 美債	38
(2) 美國投資級公司債(IG)	40
(3) 美國非投資級公司債(HY)	42
(4) 新興市場(EM)債市	43
匯市	45
(1) 美元指數	45
(2) 歐元	46
(3) 日元	47
(4) 人民幣	49
商品	51
(1) 能源	51
(2) 工業金屬	52
(3) 黃金	53

經濟：各國受美伊戰爭影響因能源需求結構不同而有差異，但整體較過去輕微。美國轉向投資驅動大於消費的態勢，因通膨升溫與就業持穩，政策向升息傾斜；歐元區財政支撐與民間需求走弱下的低速成長；日本外需韌性與內需待修復下的溫和成長；中國 2H 財政刺激發力提供疲弱內需支撐，但出口增速可能放緩

(1)全球：因當前對能源依賴程度降低，美伊戰爭對全球經濟造成影響尚有限；各國使用能源程度不同導致受影響程度不同，美國受影響較小

第一季末以來，影響全球經濟變化的事件莫過於 2 月底開啓的美伊戰爭。在此之前，主要國家的經濟預估多在上修，爾後受戰爭事件影響又出現變化；而因受到戰爭/油價的影響不同，這段時間各國經濟預估的相對變化頗不一樣，美國明顯在 DM 中一枝獨秀。

圖 1：全球經濟：受美伊戰爭影響，美國又回到 DM 中一枝獨秀的地位

主要經濟體	GDP 成長率預估中位數，百分比											
	2026				2027			2025	2026	2027	2028	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3					
全球								3.4	2.9	3.1	3.3	
已開發市場	1.7	1.7	1.5	1.6	1.6	1.8	1.9	1.8	1.6	1.8	1.9	
新興市場	4.9	4.2	4.2	4.0	4.0	4.2	4.2	4.6	4.1	4.2	4.2	
美國	2.7	2.2	1.6	2.0	2.0	2.0	2.1	2.1	2.1	2.0	2.2	
歐元區	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	1.2	1.3	1.4	0.8	1.3	1.5	
英國	0.8	0.7	0.7	0.9	0.7	1.0	1.1	1.4	0.8	1.1	1.5	
日本	0.6	0.2	0.6	0.8	0.8	1.0	0.9	1.1	0.7	0.8	1.0	
中國	5.0	4.7	4.7	4.5	4.4	4.6	4.5	5.0	4.6	4.4	4.3	

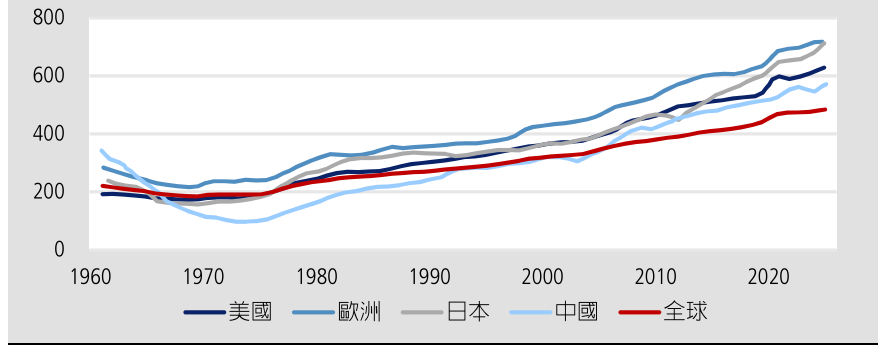
資料來源：Bloomberg(更新至 2026/6/9)；凱基整理

儘管美伊戰爭造成油價上升、短期不易回到戰前水準的情境，但當前全球與美國經濟對石油的依賴已較過去明顯降低（這一點由美國 CPI 中能源的權重持續降低可看出），因能源的使用效率增加（與過去相比一單位石油可以創造出更高的經濟產值），這是目前整體來說各國經濟預估下修幅度並不到太大的原因。當然，運用先前的原油庫存、各國祭出財政政策、企業與去年關稅戰時提前拉貨、AI 的蓬勃等等，都在一定程度上提供全球經濟緩衝、不至於失速。

只是如前所述，各國之間受影響的程度仍會受原油使用需求/強度不同、是否為能源進口國等等而有不小差異。整體而言，油價對經濟造成的衝擊亞洲 > 歐洲 > 美洲，而新興亞洲不管對原油或天然氣的依賴程度普遍都較高；即便進口來源已有分散的原油使用大國中國，其原油進口來源也有超過 4 成來自中東，本質上仍然在很大程度上受荷姆茲海峽的運輸不順影響。而在成熟市場中，油價上升對通膨預期的影響上，美國相較於歐元區與英國也明顯較低，這也是戰爭開始後全球股市下跌期間美股跌幅相對較小的原因。

圖 2：當前全球經濟對石油的依賴已較過去明顯降低

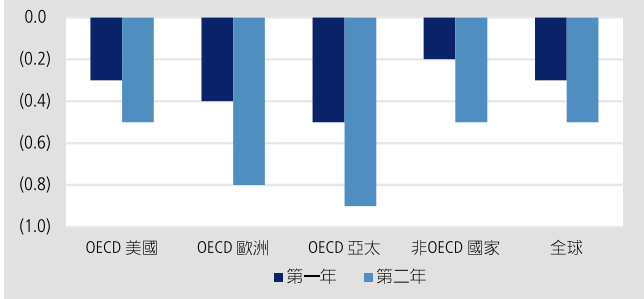
每單位石油消費所創造的實質產出，美元/GJ



資料來源：World Bank、BP；凱基整理

圖 3：油價對經濟造成的衝擊亞洲>歐洲>美洲

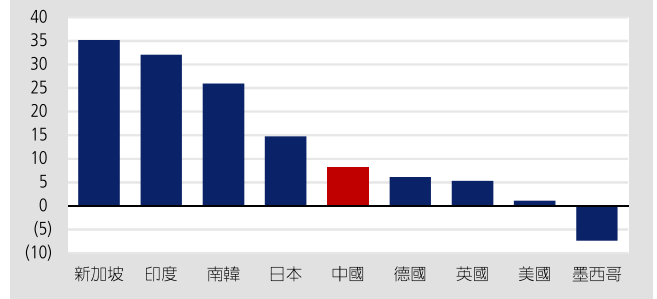
前 2 年油價上漲對實質 GDP 的影響幅度，百分比



資料來源：OECD；凱基整理

圖 4：新興亞洲依賴油/氣的程度尤高

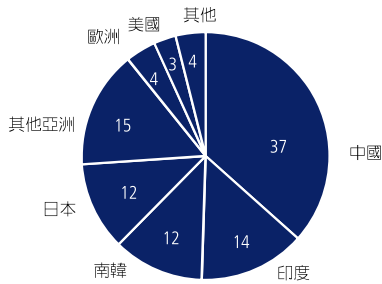
原油與天然氣進口佔製造業附加價值比，百分比



資料來源：World Bank, United Nations；凱基

圖 5：通過荷姆茲海峽運輸的原油，其中近 4 成流向中國，是佔比最大者

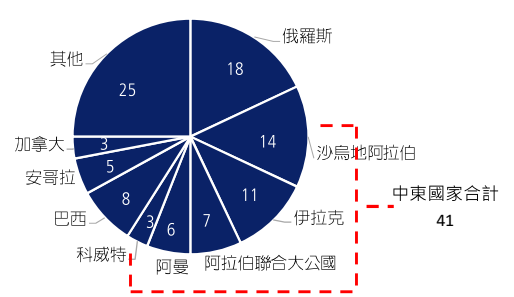
經由荷姆茲海峽運輸之原油最終去向佔比(1H25)，百分比



資料來源：EIA；凱基整理

圖 6：而中國原油進口中，有超過 4 成來自中東(其中多從荷姆茲海峽通過)

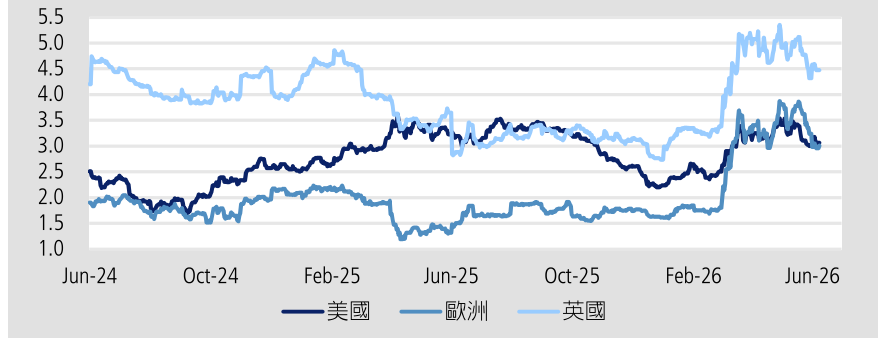
中國原油進口來源分佈，百分比



資料來源：GAC；凱基

圖 7：油價上漲對通脹的影響明顯是歐、英大於美

1 年期通脹交換利率，百分比



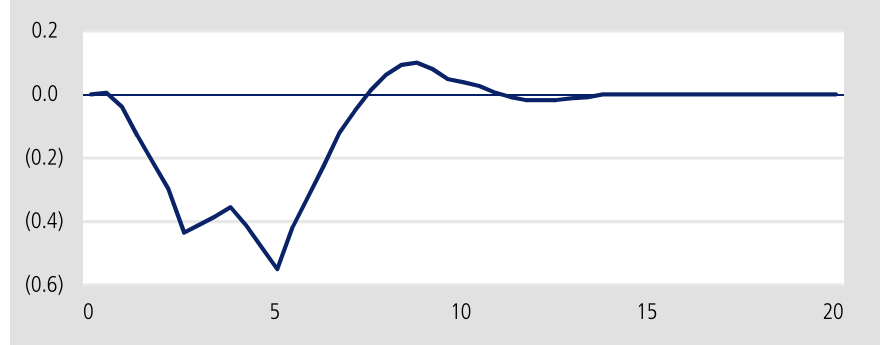
資料來源：Bloomberg；凱基

(2)美國：轉向投資驅動大於消費的態勢，關注重點會更趨向企業觀點，而美伊戰爭的影響預估會在 3Q 趨於明顯；整體通膨年中見頂、核心通膨 3Q 上揚，加上薪資-通膨螺旋潛在風險與就業持穩，政策向升息傾斜

儘管相對於其他主要國家，美國受美伊戰爭的影響相對較小，但後續影響仍有討論的必要。美國經濟目前尚未明顯受到美伊戰爭的影響，這是其基本面仍佳的一個面向，我們認為有以下幾個原因：(1)油價上升對 GDP 的衝擊需要一段時間才會顯現：過去經驗一般至少要到第二個季度後才會較明顯（以戰爭起算點來說應該要發生在 2Q 末或 2H 開始），而現在才剛滿一個季度；(2)當前全球經濟對石油的依賴已較過去明顯降低：如前所述，這是石油運用效率增加的結果；(3)最重要的一點，從生成式 AI 面市以來，投資驅動美國經濟的成分越來越高：這與我們過去習慣的因消費佔整個 GDP 約 7 成，其表現的良窳是美國經濟與股市變化的關鍵，有所不同。

圖 8：歷史經驗顯示，油價上升對美國經濟的衝擊需要一段時間才會顯現

原油衝擊對美國 GDP 的影響，幅度百分比(縱軸)：季度(橫軸)

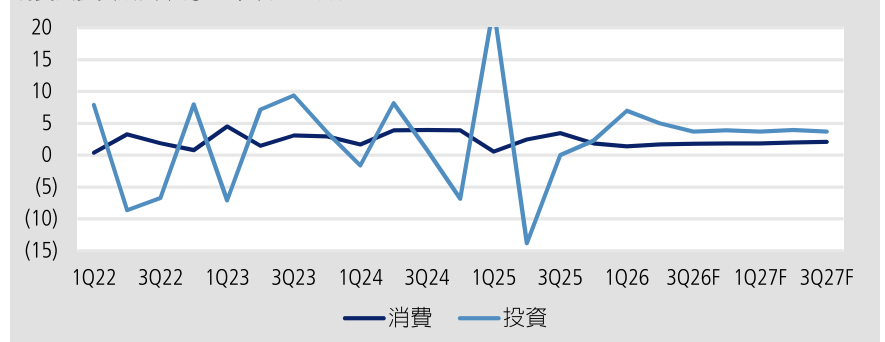


資料來源：Fed 費城分行；凱基整理

進一步說，生成式 AI 從 2023 年帶起的大資本支出狂潮，讓投資這個過去波動大、循環性較強的經濟成分成了經濟強力推手；預估近期到未來，投資成長的速度都可穩定高於消費。儘管市場普遍認為今年經濟不如前 2 年，但近期 ISM 製造業 PMI 攀升至 50 的擴張區之上、耐久財年增在 2H25 之後也回升，甚至工業股營收成長也加速等等，都可看見投資驅動經濟的影子。

圖 9：美國近期與未來將轉為投資驅動力量大於消費的型態

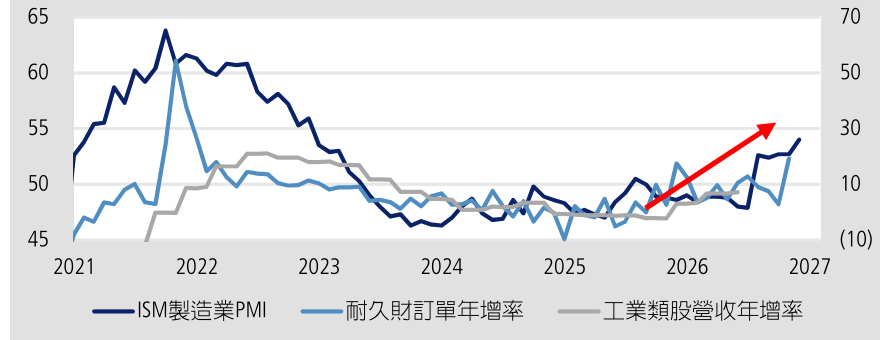
消費與投資成長率(季增年率)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10：從其他數據也可看出投資(AI)拉動經濟的態勢

ISM 製造業 PMI，點(領先 6 個月，左軸)；耐久財訂單年增率、工業類股營收年增率(領先 6 個月)，百分比(右軸)



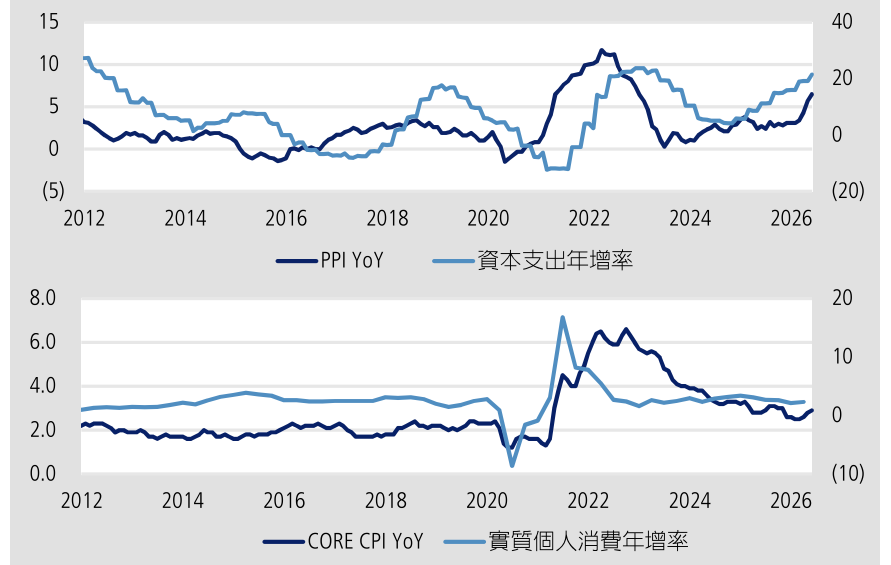
資料來源：Bloomberg；凱基整理

事實上，當經濟轉變成投資拉動較為明顯的型態，還會發生一些微妙的不同而需要市場參與者多加思考。相比於消費主要是家戶在進行，投資的主要從事對象是企業端，而一般企業端較注重的物價指標是 PPI、且更在乎放款利率的水準；消費者所面向的 CPI，企業其實比較不那麼在意。

圖 11：投資拉動背後代表的企業端，較注重 PPI 與利率(放款利率)；相較於家戶端看中 CPI 的型態，有很大的不同

上圖：生產者物價指數年增率，百分比(左軸)；S&P500 資本支出年增率，百分比(右軸)

下圖：消費者物價指數年增率，百分比(左軸)；實質個人所得年增率，百分比(右軸)

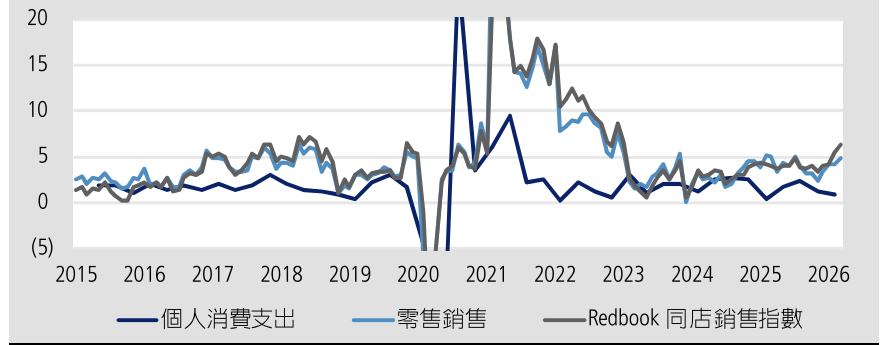


資料來源：Bloomberg；凱基整理

至於消費近期表現雖沒有那麼突出、重要性似乎也有所下降，但表現目前也並沒有到很差、事實上是比預期強勁的，零售成長大約與疫情前 2017-19 的水準相當。

圖 12：消費雖退居配角，但沒到很差、仍比預期強韌

個人消費支出年增率、零售銷售年增率、Redbook 同店銷售年增率，百分比



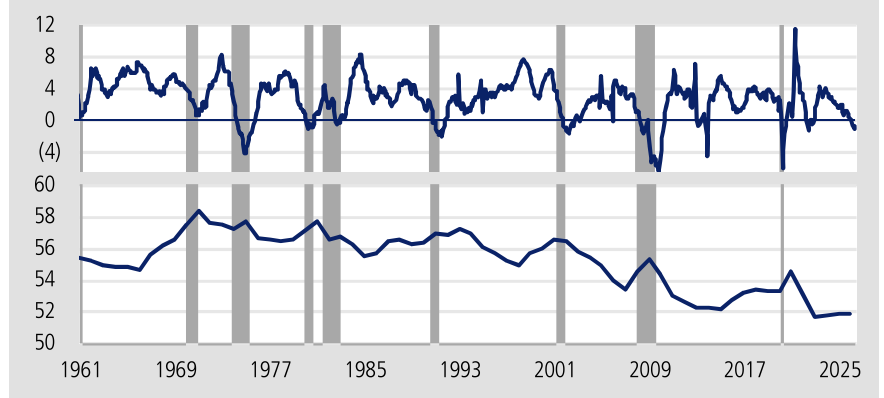
資料來源：Bloomberg；凱基

一個很重要的關鍵是，現在驅動消費的因子也出現變化：儘管薪資成長放緩、借貸的槓桿降低，但依賴股市累積的財富，還是成為支撐消費的重要力量。過去幾十年來的全球化與目前的 AI 運作，都促使財富往資本家移動，因要素報酬流向資本，也就是企業獲利；導致股市企業獲利大增/獲利率上升等現象（且市場集中度更高），而一般勞動的薪資成長放緩。而在此同時，過去美國民衆固然被描繪為「寅食卯糧」，但無論從長期或近 5 年的變化趨勢來看，金融海嘯後其借貸力度確實大幅收窄，即便是一般來說槓桿使用最大得高所得族群亦然，因此家庭總負債也未如過去快速膨脹。薪資成長放緩、又不靠借貸，消費的支撐轉向由股市大漲累積的財富效果來提供；過去經濟變差對消費影響就很大的情形現在似乎沒那麼明顯，而這一點已經形成結構性的變化。

圖 13：地球是平的：過去的全球化和現在的 AI 使財富往資本家移動，薪資成長放緩

上圖：實質個人所得(扣除政府移轉收入)年增率，百分比

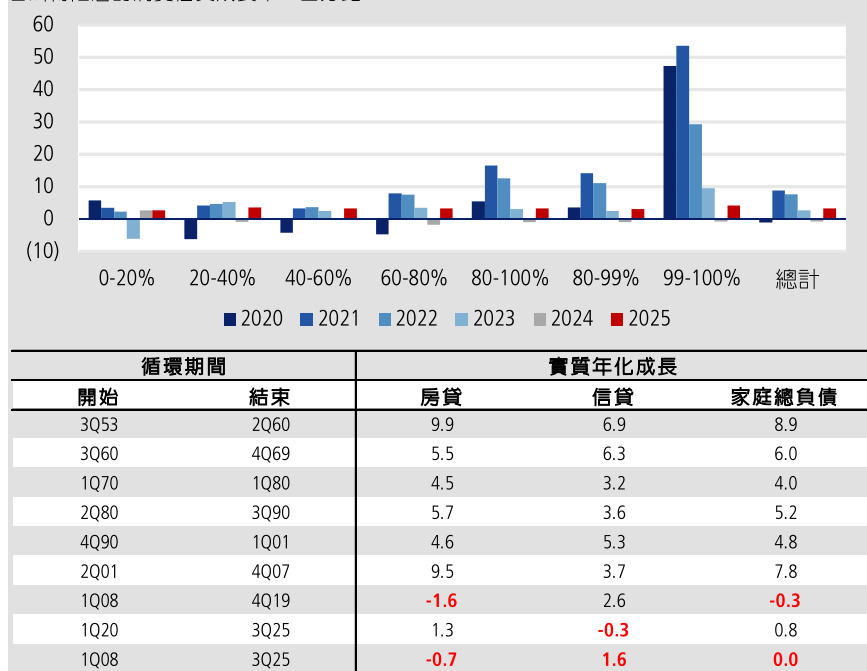
下圖：員工薪酬占所得比例，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 14：美國家庭消費依賴借貸的程度降低

各所得階層的消费信貸成長率，百分比



資料來源：FRB；凱基整理

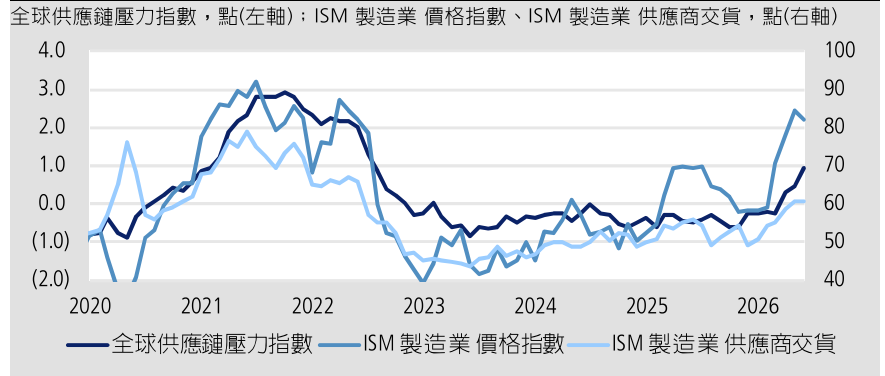
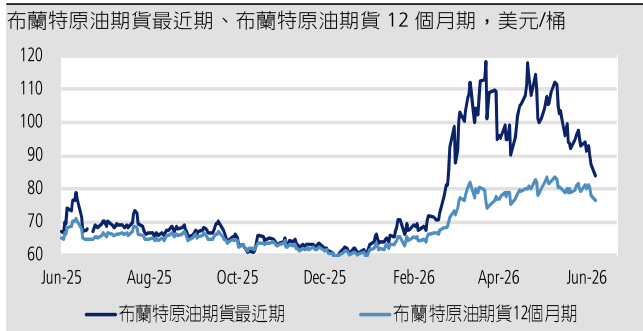
圖 15：拜 2016 開始的美股盛市，變成依賴股票的財富效果來消費

股票與共同基金佔可支配所得比重，百分比(左軸)；美國淨資產佔可支配所得比重，百分比(右軸)

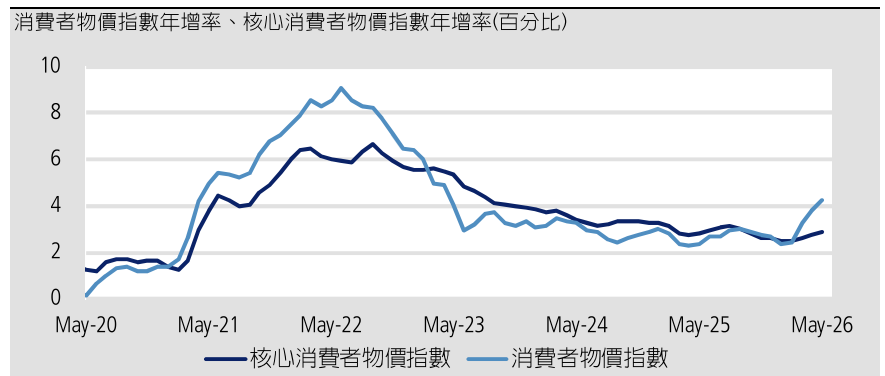


資料來源：Fed；凱基整理

在通膨方面，美伊雙方雖處於停戰談判階段，但因雙方歧見甚深、談判進程陷入僵局，導致荷姆茲海峽的長期封鎖擔憂遲遲無法消除，航運與地緣政治風險亦難以在短期內退場，全球供應鏈也因此承壓。在此背景下，布蘭特原油現貨價格近期雖由高點回落，然而 12 個月遠期期貨價格下降幅度相當有限，反映市場對中長期能源供應緊縮的預期依舊沉重。這種近遠月價差與高檔震盪的期限結構顯示，原油供給面衝擊帶來的通膨風險正在延後。

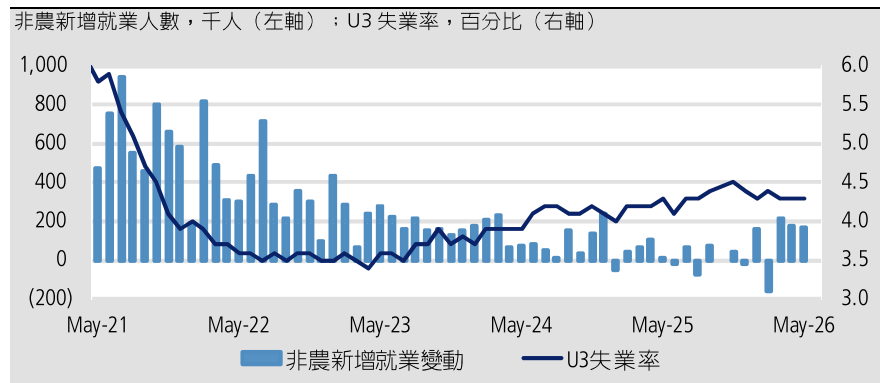
圖 16：全球供應鏈壓力確實因為貨品價格上升、交貨時間拉長而增加

圖 17：長期油價居高不下才是通膨風險最大擔憂

圖 18：1y1y 通膨預期仍高於聯準會通膨目標


油價上揚對物價的第一輪影響，可進一步細分為「直接」與「間接」兩大傳導路徑：(1)直接影響：主要反映於汽油價格、公用事業費用及運輸機票等高能源敏感度項目。此部分壓力已在第二季的數據中釋放，因而預期整體通膨的高峰將落於年中左右；(2)間接影響：製造業與服務業在面對高能源成本與進口通膨持續時，逐步將成本壓力轉嫁至終端消費過程。由供應鏈與 PMI 數據中的價格壓力指數可知，企業成本轉嫁的遞延效應仍在發酵。此間接影響將具體表現於核心通膨 (Core CPI) 的走勢上，預計核心通膨指數將在第三季自高檔再度逐漸上揚，其高峰或將遞延至第三季與第四季之間。

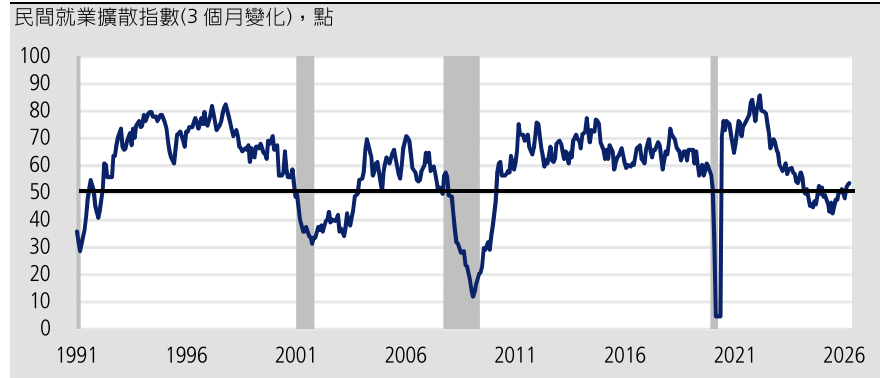
圖 19：核心通膨將逐漸上揚反映能源大漲的第一輪間接效應


高通膨環境持續對實質可支配所得造成侵蝕，未來是否進而引發名目工資補漲、啟動「工資—通膨螺旋」的第二輪效應，為下半年的核心觀測焦點。美國近 3 個月（2026 年 3-5 月）平均非農新增就業人數為 18.8 萬人，不僅創下 2024 年 2 月以來的最高三個月平均值，新增人數也遠高於維持美國現有失業率損益兩平線的 3-5 萬人。從行業分佈來看，就業擴大的層面相當廣泛，特別是觀光餐旅業的好轉，顯示勞動市場不僅止住了先前下滑趨勢，甚至有一些底部好轉跡象。目前平均時薪月增率為 0.3%、年增率為 3.4%，雖維持在近年低位，顯示薪資—通膨螺旋的第二輪效應尚未全面爆發。然而，失業率已連續數月鎖定在 4.3% 至 4.5% 的窄幅區間內，在實質購買力受商品與能源通膨侵蝕的背景下，如果勞動市場若進一步好轉導致薪資補漲，就可能導致第二輪通膨效應。

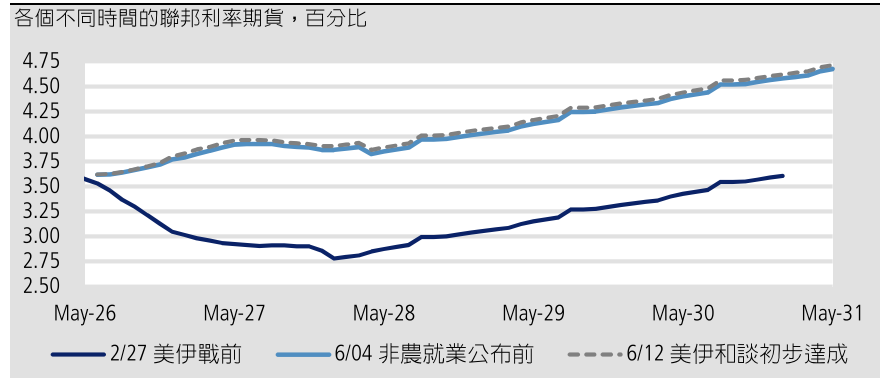
圖 20：非農新增就業明顯高於失業率損益線



受到能源衝擊帶動的通膨上揚，以及勞動市場有所好轉、民間就業擴散指數（各行業就業淨增加的比率）重回 50 的擴張區之上，總體經濟環境基本面已發生改變，原先市場樂觀期待的聯準會下半年降息趨勢已轉為升息。FOMC 成員近期發言仍維持分歧，FOMC 一半成員維持不變或降息立場，另一半成員則傾向升息 1 碼以上；然而以過去對外發言來推算，地方行長多數傾向鷹派，中央理事則為鴿派，因此 6 月 FOMC 點陣圖中位數雖然落在升息與不變之間，但是經過具投票權來計算可能是維持不變，也就是降息的可能性非常低。整體而言「更長時間維持高利率」已成為內部高度凝聚的政策共識，這也是導引金融市場與債市快速定價緊縮風險的主導力量。

圖 21：勞動市場的放緩似有觸底現象...


資料來源：Bloomberg；凱基
註：陰影區域為 NBER 定義的美國經濟衰退期間

圖 22：市場已將降息預期轉為升息預期


資料來源：Bloomberg；凱基

最終，市場仍把貨幣政策的焦點放在新上任 Fed 的主席 Kevin Warsh 身上。歷經 Bernanke、Yellen 與 Powell 三任聯準會主席的 20 多年來，貨幣政策長期傾向扶持勞動市場而較為忽視通膨風險，導致近來一些經濟與金融市場的扭曲，包含近來的通膨風險、財政紀律，甚至金融市場泡沫疑慮。隨著 Warsh 上台後對聯準會職責與政策工具的重塑將成為引領下半年與明年貨幣政策核心焦點。

Warsh 的貨幣政策理念強烈主張「過度貨幣創造驅動通膨」的古典貨幣學派觀點，傾向限縮聯準會職責，並試圖將政策重心回歸到以「長期穩定物價」為主、「最大化就業」為輔的法定雙重使命。在此思維重塑下，聯準會將逐步揚棄過往的「市場保母 (Fed Put)」角色，轉為尊重市場效率與維護紀律；同時，政策溝通亦將模糊化前瞻指引，傾向以「政策框架取代路徑指引」（如減少演說、甚至主張取消點陣圖與經濟預測），以恢復決策彈性與降低市場依賴度。

在具體的政策工具與結構轉型上，Warsh 於 6 月 FOMC 上表示已成立五個特別工作小組(Task Force)，並預期年底前完成工作，分別為溝通、資產負債表政策、數據來源、生產力和就業、通膨框架小組；預期未來 SEP 和點陣圖等預測方式可能將有所調整、Fed 可能有新的通膨檢視指標、縮表(QT)政策執行之可能性亦有所增加。其中 Warsh 對龐大的資產負債表抱持高度警惕，

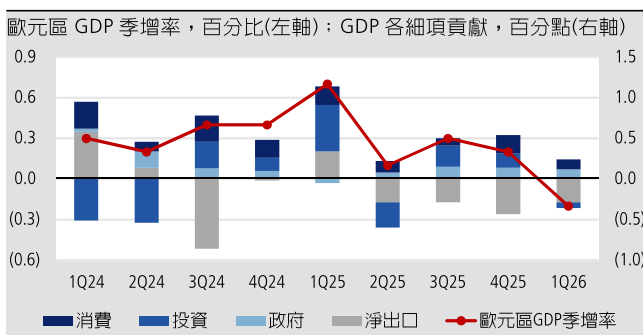
未來將更主動縮減資產負債表，以減少對金融市場的扭曲。儘管短期內受制於形勢比人強的經濟壓力和聯準會制度牽制，其前瞻步伐從小幅調整開始，但中長期拉高實質利率已成為必然路線。此舉除了旨在防範通膨蔓延、重拾聯準會公信力外，更深層的意圖在於透過提高實質利率，逼迫美國財政部進行結構性改革，拒絕長期幫美國財政赤字進行融資。

(3) 歐元區：財政支撐與民間需求走弱下的低速成長

歐元區今年第一季 GDP 小幅萎縮(季減 0.2%)，但主要受愛爾蘭跨國企業活動波動影響，整體更偏向統計雜訊而非景氣轉折；若剔除愛爾蘭因素，歐元區仍維持約季增 0.2% 的低速正成長。然而，成長動能已顯露放緩跡象，民間消費與政府支出對成長的貢獻下降，固定資本投資則轉為負貢獻，反映企業在能源價格波動及需求前景不明下逐漸轉趨保守。

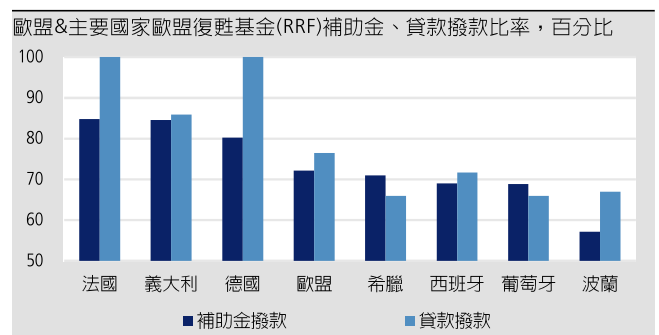
展望下半年，歐元區經濟仍可望維持低速正成長，動能主要來自財政支出支撐，而民間消費、企業投資及外需貢獻預期相對有限。消費方面，在就業市場尚未明顯惡化的情況下，民間消費預期不至於大幅萎縮，但通膨壓力尚未完全消退，實質薪資改善有限，消費力道亦難顯著回升；投資方面，企業面對需求前景不明與地緣政治不確定性仍偏高的環境下，資本支出維持保守的傾向恐難扭轉；外需則受全球需求放緩影響，淨出口難以成為主要成長來源。相對而言，以德國為首的歐盟成員國持續擴大基礎建設、能源轉型及國防相關支出，加上歐盟復甦基金於年底到期前加速撥款，財政支出將成為下半年最主要的成長支撐，惟受制於行政流程與產能限制，實際執行進度仍可能落後於規劃，提振效果恐因此受限。

圖 23：1Q26 消費和政府的貢獻下降，投資甚至轉為負貢獻



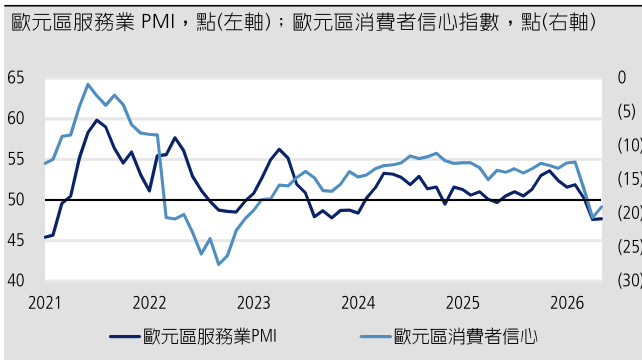
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 24：2026 年底期限將至，歐盟復甦基金仍有大量配額待撥付

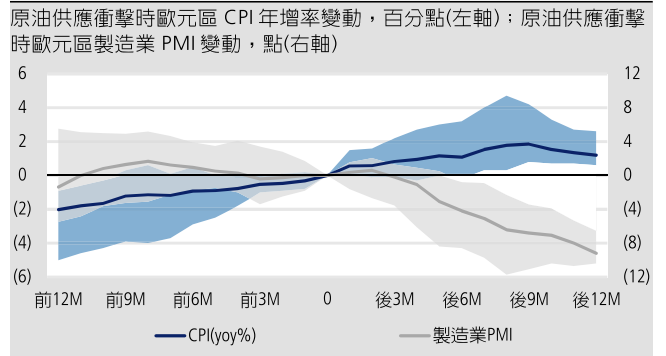


資料來源：歐盟統計局；凱基

從領先指標來看，相關壓力已逐步浮現。服務業作為歐元區近年主要成長支柱，PMI 於 4 月回落至萎縮區間，消費者信心亦較中東衝突爆發前明顯轉弱。製造業 PMI 雖短暫重返擴張區間，但部分受供應商交貨時間拉長與提前備貨需求推動，隨著能源價格衝擊的滯後效應逐步顯現，製造業景氣恐難以維持現有水準。此外，ECB 銀行放款調查顯示銀行對企業與家庭的放款標準趨緊，且信貸需求同步轉弱，預示未來數季投資與消費動能仍將承受壓力。

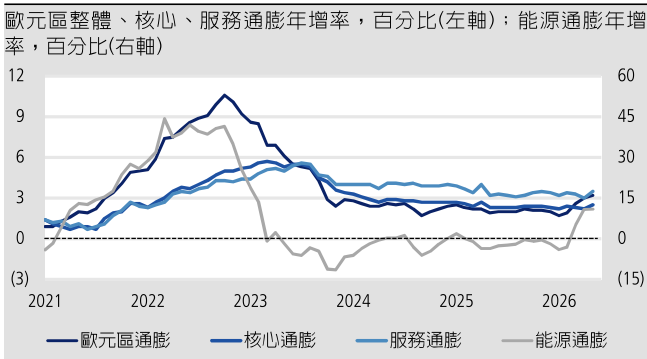
圖 25：服務業 PMI 於 4 月墮入萎縮，消費者信心亦明顯惡化


資料來源：Bloomberg；凱基

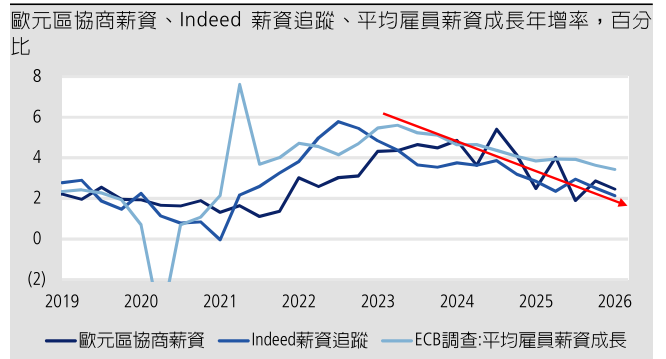
圖 26：能源價格飆升會迅速傳導至通脹，但對景氣衝擊會滯後

 註：原油供應衝擊定義為油價較過去一年移動平均高 2 個標準差，數據抓取 2000 年以後，實線為平均
 資料來源：Bloomberg；凱基

通脹則是下半年最重要的不確定因素。能源價格在戰事推動下維持高檔，並逐步向食品、商品與服務價格傳導，使原已降溫的核心通脹面臨反覆風險。不過，薪資成長趨勢已明顯放緩，尚未出現薪資與物價相互推升的第二輪效應，因此通脹壓力仍主要來自能源供給衝擊而非需求過熱。ECB 於 6 月升息 1 碼，並將此定調為對高通脹的直接回應而非預防性措施，顯示其偏鷹立場；但在經濟成長放緩的背景下，進一步緊縮的空間仍將受到限制。

整體而言，歐元區下半年仍可望維持低速正成長，但結構上將呈現「財政支撐、民間需求偏弱」的格局。隨著美伊達成協議、地緣風險降溫，能源價格壓力有所緩解，但其波動對通脹與企業成本的影響仍需持續關注。

圖 27：能源物價飆漲已開始傳導至整體、核心和服務通脹


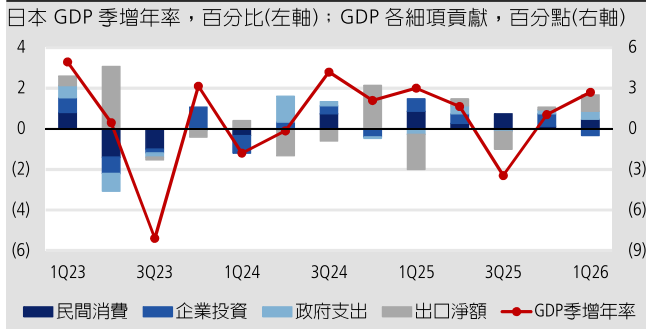
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 28：薪資成長趨勢已明顯放緩，暫無薪資-物價螺旋壓力


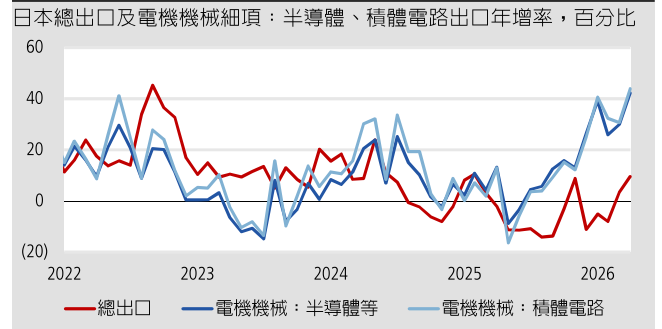
資料來源：Bloomberg、ECB；凱基

(4)日本：外需韌性與內需待修復下的溫和成長

今年以來，日本經濟結構由先前「內需修復、外需承壓」逐步轉向「外需展現韌性、內需溫和修復但動能有限」的格局。第一季受惠 AI 投資週期延續，帶動半導體相關出口維持強勁，使外需成為主要成長支撐。相較之下，內需仍偏疲弱，民間消費雖在薪資成長與能源補貼支撐下溫和復甦，但實質購買力改善有限；企業投資則在地緣不確定性升高下轉為負成長，成為第一季最主要的下拉因素。

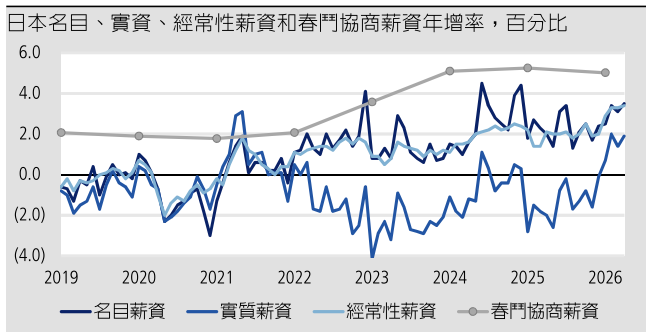
圖 29：外需為 1Q26 GDP 主要支撐，企業投資則為負貢獻


資料來源：Bloomberg；凱基

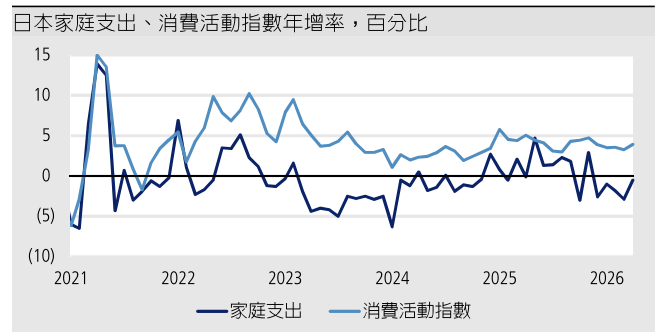
圖 30：半導體相關出口強勁成長帶動日本出口 1Q 表現亮眼


資料來源：Bloomberg；凱基

展望下半年，日本經濟預期轉向「外需邊際放緩、內需溫和修復但增幅受限」的格局，整體成長較去年降溫。外需方面，AI 與半導體資本支出週期仍具延續性，支撐相關設備與零組件出口，但在主要經濟體需求放緩與庫存調整下，出口動能可能由強勁擴張轉向溫和成長。內需方面，春鬥加薪連續第三年突破 5%，帶動名目薪資改善，加上財政支出與電費補貼延續，實質薪資自年初轉正，為消費復甦提供支撐；惟加薪效益擴散仍有限，中小企業薪資成長落後大型企業，加上能源與大宗商品價格波動仍具不確定性，民間消費預計仍以溫和復甦為主。企業投資方面，儘管第一季轉為負成長，但台積電熊本廠、Rapidus 北海道廠等半導體在地化投資仍持續推進，數位轉型與節能投資亦受政策支撐，使特定領域投資維持韌性；惟投資動能仍集中於少數科技與半導體相關領域，尚未擴散至廣泛製造與非製造部門，在擴散基礎未穩前，投資對整體成長的拉動預期仍將受限。

圖 31：春鬥加薪連三年突破 5%，實質薪資成長自年初起轉正


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 32：儘管實質薪資回到正成長，但傳導至消費的速度緩慢


資料來源：Bloomberg；凱基

通膨方面，日本核心 CPI 與服務通膨近期雖有所放緩，但主要受能源補貼、汽油暫定稅率調整及免除高中學費等政策因素影響，屬短期壓抑效果；待相關效應消退後，通膨仍有回升空間。同時，企業商品價格與進口物價仍處相對高檔，反映上游成本壓力尚未完全消退；惟隨中東地緣風險降溫與能源價格壓力緩解，未來向終端價格傳導的風險較先前有所下降。在此背景下，日本央行於 6 月升息 1 碼至 1.0%，延續貨幣政策正常化步調。在通膨上行風險仍存、基礎通膨具支撐下，市場普遍預期年內仍有一次升息空間，惟在薪資—物價—消費循環尚未完全確立前，升息節奏預期維持審慎；若服務通膨韌性延續且薪資成長向中小企業擴散，將進一步鞏固政策正常化的基礎。

整體而言，日本經濟下半年仍維持溫和成長，但成長結構將更依賴外需與政策支撐。隨中東風險降溫，實質所得與企業成本面臨的壓力可望改善，惟薪資成長向中小企業與服務業的擴散仍需時間，整體成長動能較前期放緩。

圖 33：受能源補貼等政策影響，日本 CPI 指標反而呈現降溫

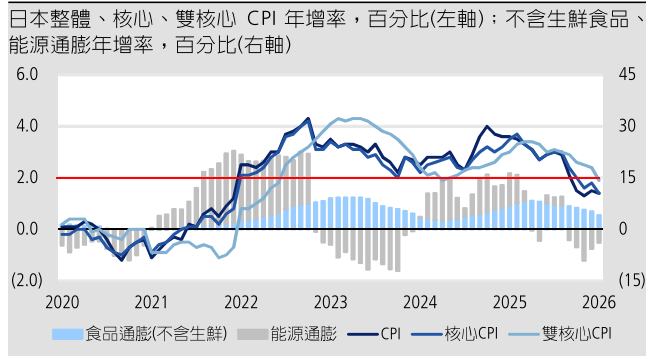
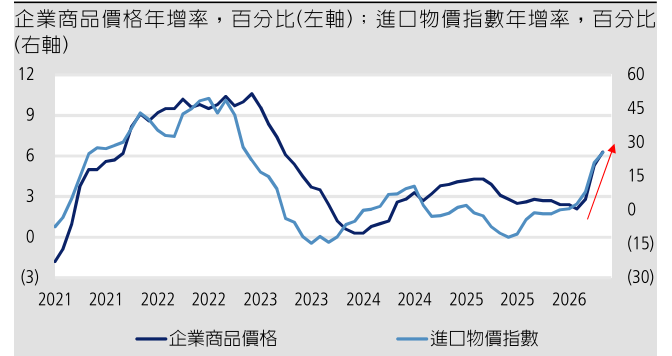


圖 34：企業商品價格與進口物價明顯攀升，反映上游成本壓力



(5) 中國經濟：下半年財政刺激發力提供疲弱內需支撐，但出口增速可能放緩

上半年中國經濟可概括為「外需與製造撐住總量，內需與地產仍拖累」，其中外需與製造因全球 AI 需求維持強勁，中國至今年 5 月累積出口達 1.71 兆美元，年增率達 15.5%，其中 5 月晶片出口年增近 110%，自動資料處理機器零件年增達 66%，高科技產品年增近 51%，AI 相關與高科技產品的製造與出口提供中國經濟強力支撐，加上美國關稅 IEEPA 被 122 條款暫時取代後，反而讓中國的關稅降低，其他主要國家的關稅拉高，中國產品競爭力改善，使出口仍保持穩健。

但另一方面，內需面對因中東衝突而快速拉升的通膨而受壓抑，生產端價格 PPI 由中東衝突前的通縮轉為急速拉升至 5 月 PPI 通脹年增率 3.9%，結束長達三年的通縮情況，消費端 CPI 年增率連 4 個月保持在 1% 之上，受能源價格上漲和相關供應鏈受阻的影響，交通成本顯著上升，價格上揚也壓抑消費，5 月社會消費品零售年減 0.6%，為 2022 年 12 月以來最弱，住房通脹仍維持低檔，壓抑了 CPI 增長動力，5 月迄今城鎮固定資產投資年減 4.1%，房地產投資持續下降，基礎設施和製造業投資的增幅也有所減少，4 月 70 大城市新房價年減 3.5%，為連續第 34 個月收縮，因人行未進一步降息，1 年期與 5 年期 LPR 貸款利率維持不變近一年，房市買氣依然低迷。

疲弱的內需也讓中國政府計畫擴大財政刺激，近期宣佈啟動超級基建計畫，聚焦於「六張網」的系統化佈署，預計在「十五五」期間（2026-2030 年）累計投資規模將達到 20 兆至 25 兆元人民幣，僅 2026 年當年度的投資額就將超過 7 兆元人民幣，相當於中國 GDP 金額的 4.5-5%，但此為偏向供給側投資，7 月政治局會議後，可能還將推出貼近民生的補貼措施以提振內需消費，另一方面因財政政策發力，以及通縮情況明顯改善，貨幣政策可能保持觀望，降息步調可能更加緩慢。另外近期川普宣佈新的 301 條款取代 122 條款，對中國的新 301 條款稅率為 12.5%，比起 122 條款的 15% 稍低，但

其他國家也下降至 12.5% 或 10%，且此次 301 條款僅針對強迫勞動的部分，還有產能過剩與科技歧視的 301 條款正在調查中，雖然中國對美國的出口已降至 10% 左右，出口的直接衝擊相對有限，但隨著更多關稅出籠，美國整體進口放緩，也將影響其他地區的進出口，可能部分抑制外需，且上半年出口強勁一部分來自中東衝突的提前拉貨，若下半年拉貨潮動能減緩，出口增速可能略有下降。整體中國經濟下半年有望受到明顯擴大的基建投資托底，AI 產業等外需維持高檔但動能可能比起上半年略有降溫，而房市維持低迷與通膨快速上升，也將限縮消費成長，整體經濟下半年增速可能趨緩，留意關稅進展與消費端更多的減稅與補貼政策。

圖 35：市場預期中國為支撐經濟而擴大財政刺激，預算赤字佔 GDP 比重也往 6% 移動

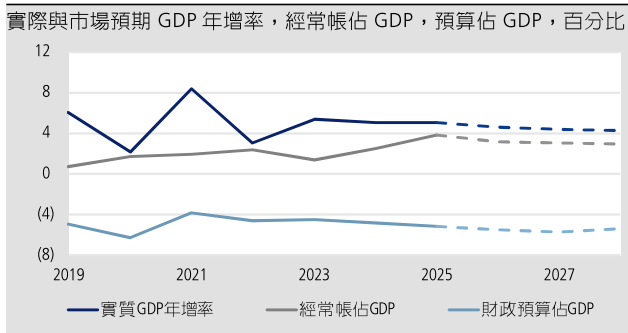


圖 36：中國 LPR 維持利率近一年，未能提供房市進一步支撐

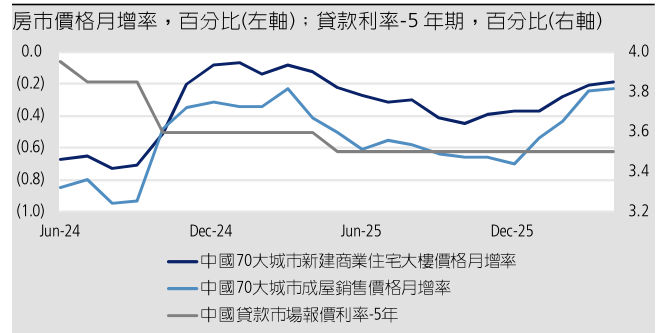


圖 37：中國內需與固定資產投資仍偏疲弱，拖累整體經濟表現

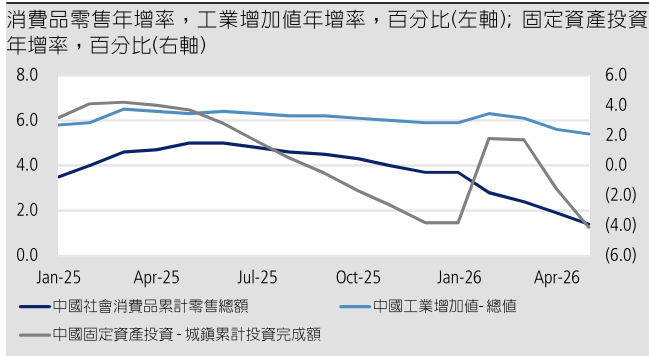
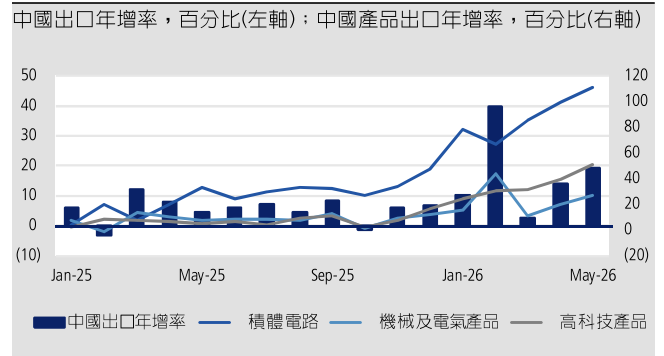


圖 38：今年受惠 AI 需求強勁，相關產品出口增長明顯擴大



股市：AI 題材仍是重點，且落地和應用持續擴展。美股資本支出轉化為獲利的能力獲認證，上修目標價至 8,000 點、樂觀上看 8,400 點；類股 3Q 先配置必需消費與醫療等防禦股，整個 2H 則著重科技、通訊、原物料、工業與公用事業類股。歐股評價受限與結構分化下的謹慎佈局，首選義大利&西班牙、金融；日股評價驅動轉向獲利驗證，首選銀行和半導體。新興亞股 AI 超級循環持續，留意國際市場波動

(1)全球股市：2Q26 反彈以來，有吃到 AI 紅利的美股和部分新興亞股如台股與韓股等表現最為驚人、且此態勢短期不易改變

第一季末美伊戰爭固然造成全球股市約一個月的下跌，但反彈後多數國家股市馬上再創新高、且高出開戰前不少。成熟市場股市中美股表現仍居前，而在成熟市場以外，有吃到 AI 題材紅利的新興亞股漲幅更是驚人，特別是台股與韓股。這類順應 AI 趨勢、並且出口眾多 AI 相關貨品給美國的國家，其大型出口企業成為推升該國股市的主力，更讓其股市風聲水起。

圖 39：美國進口許多 AI 相關貨品是新興亞股 outperform 關鍵

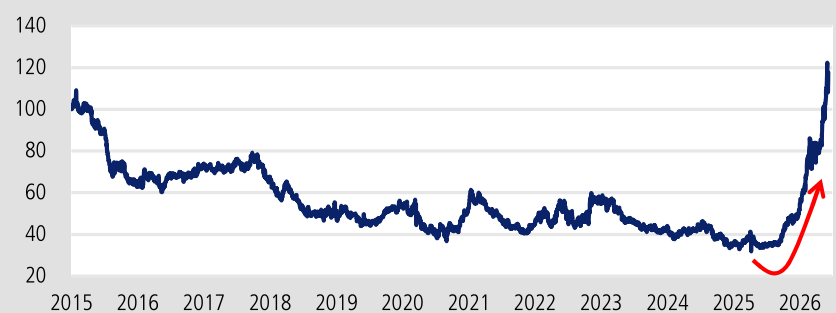
AI 相關進口、整體進口(扣除 AI 相關)年增率，百分比



備註：AI 相關包含半導體、電腦、電腦週邊設備、通訊設備
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 40：尤其台灣和韓國更是風聲水起，無論絕對或相對

MSCI 台灣與韓國科技股/美國大型雲端業者(2025/1/1=100)，比率



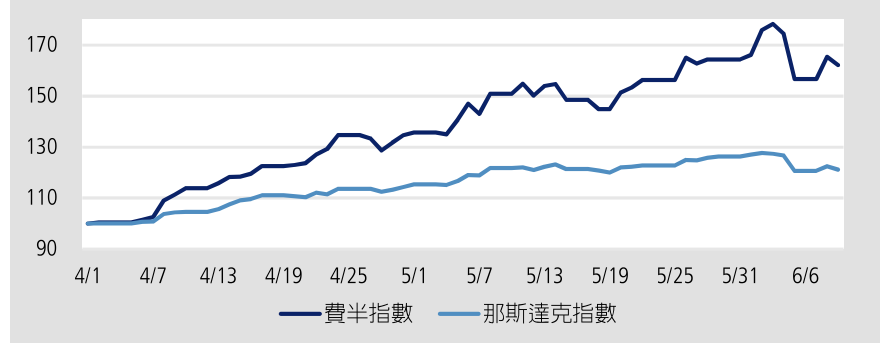
資料來源：Bloomberg；凱基

(2) 美股：資本支出轉化為獲利的能力在 1Q26 財報獲得認證，評價上 10 年債殖利率上升固然不利，但獲利率提升有助抵銷對評價的利空；上修今年目標價至 8,000 點、樂觀上看 8,400 點，但需留心 Fed 與期中選舉風險

美股這波自 3 月底出現的反彈，主要還是靠半導體股推動；即便與整體科技股相比，費半局部高點累計漲幅也是 Nasdaq 的 3 倍左右。這樣熱絡的表現，主要還是 AI 題材的持續推進。先前我們就提過投入 AI 帶來的生產力革命：AI 提高生產效率、勞動生產力提升，並使單位勞動成本下降；而單位勞動成本下降會幫助獲利成長甚至是淨利率進一步提升。

圖 41：美股這波反彈以半導體所撐起的局面最為顯著

費半指數、那斯達克指數，點(2026/4/1=100)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 42：獲利、利潤率提升來自 AI 生產力革命的正向循環

上圖：META、MSFT、GOOGL、AMZN、ORCL 資本支出，百萬美元

中圖：單位勞動成本本年增率，百分比(左軸，倒置)、勞動生產力年增率，百分比(右軸)

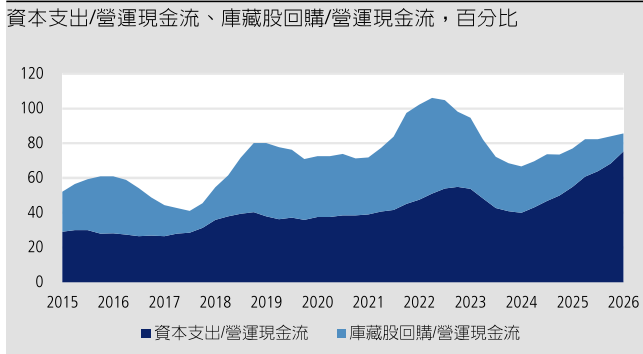
下圖：S&P500 EPS 年增率、淨利率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

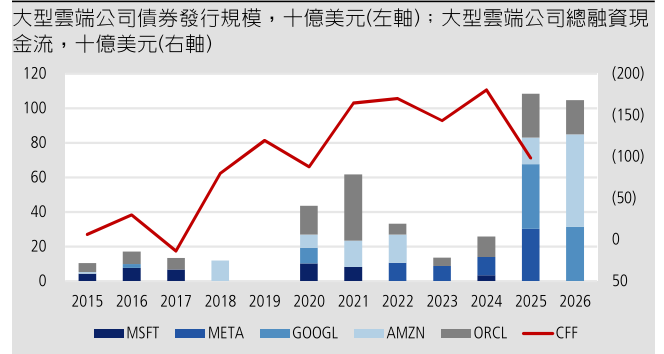
因此，資本支出成為顯學已有一段時間。過去市場給予用現金來做庫存股購買的企業非常正面的回應，因這是一種保護股價的手段；然而，現在情況轉變了，因市場投資人對於資本支出能夠轉化為獲利的信念在增強，因此給予有錢就投入資本支出的企業更大的正面回應，且也不僅是 AI 主導的科技類股族群、還拓展到其他類股。甚至，當自由現金流不足以支應這樣的支出時，決定大幅發債。

圖 43：Hyperscaler 2H23 之後更用力把 CFO 用在 Capex 身上



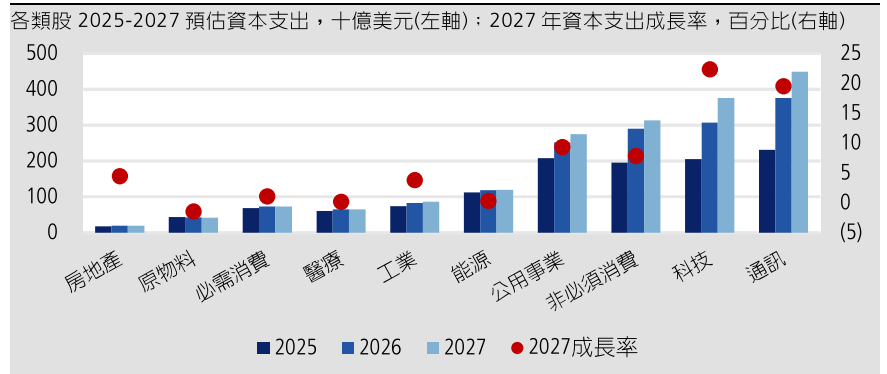
資料來源：FactSet；凱基

圖 44：FCF 不夠就發債



資料來源：FactSet；凱基

圖 45：且已經擴展到科技以外的領域...



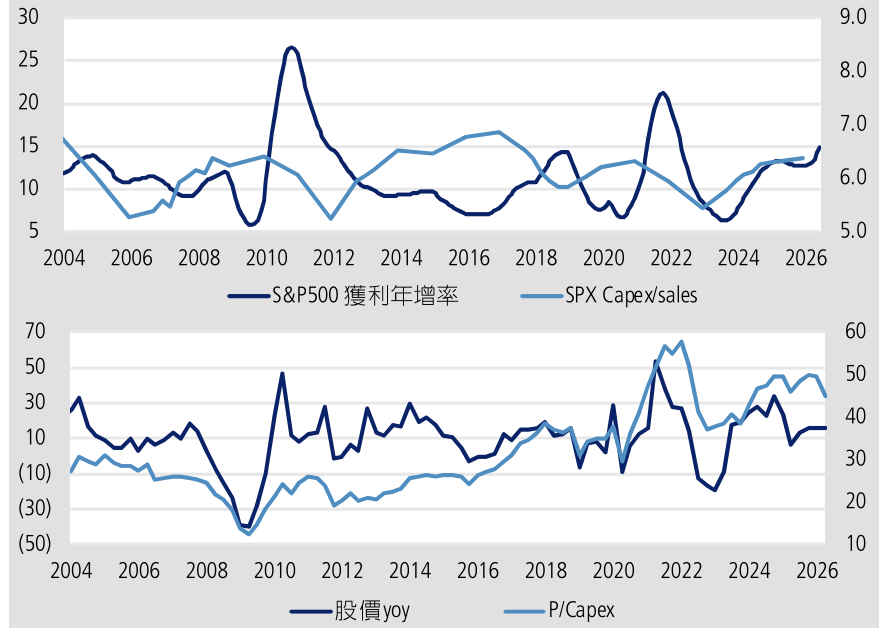
資料來源：FactSet；凱基

市場對「資本支出可轉化為獲利」的信念，在 1Q26 財報起更為增強，這一點由股價/資本支出比率這個評價指標逐漸上升、且與股價成長率走勢相依可看出，足見市場大致上滿意於這樣的發展。

圖 46：1Q26 財報後，資本支出轉化為獲利與股價的敘事得到市場認可

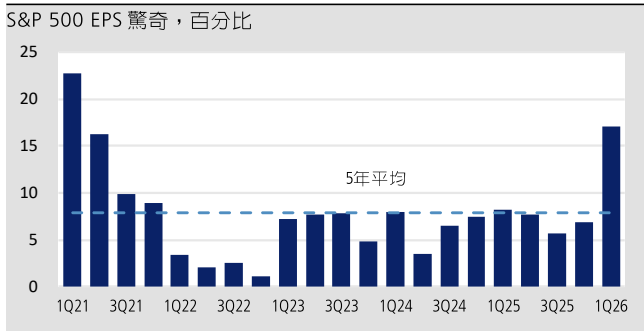
上圖：獲利年增率，百分比(左軸)；標普 500 資本支出/營收(領先 12 個月)，百分比(右軸)

下圖：股價年增率，百分比(左軸)；價格/資本支出，百分比(右軸)

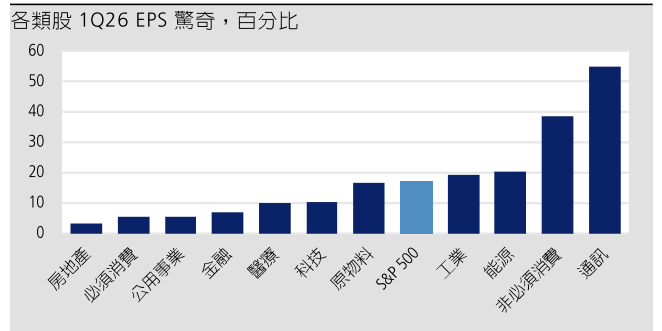


資料來源：Bloomberg；凱基

而市場能夠這樣樂觀，其實是有所本的，從第一季財報來看，實際獲利成長近 3 成、獲利正向驚奇達 17% 創 5 年來新高、甚至後幾季的財測也頗為正面；而且是跨產業的好，不只是科技，包括能源、工業、原物料等類股也都有不錯的表現。當然，AI 領頭的泛科技股還是最佳，不但獲利成長本身驚人、上修的幅度也大，這是整個族群、甚至是大盤整體利潤率擴張之路還未見盡頭的關鍵。

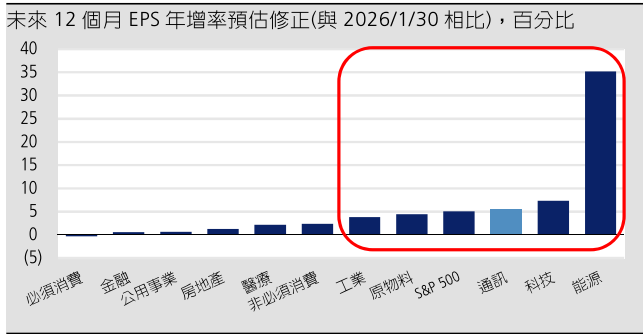
圖 47：獲利正向驚奇達 17%，創下 5 年來新高


資料來源：FactSet；凱基

圖 48：且這個正向驚奇是跨產業的，不只是 AI 為主的產業


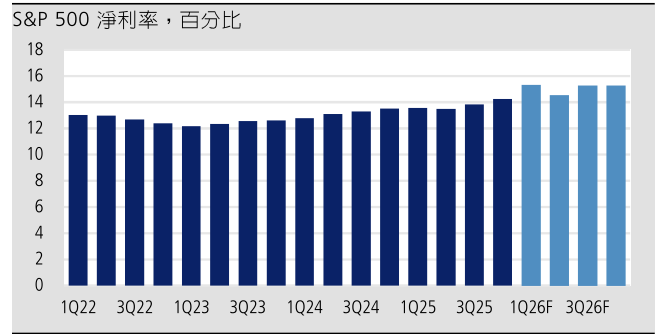
資料來源：FactSet；凱基

圖 49：受科技板塊帶動，未來 12 個月每股收益成長預期持續上修，而消費性板塊表現落後



資料來源：FactSet；凱基

圖 50：利潤率擴張的路徑還未走到盡頭...

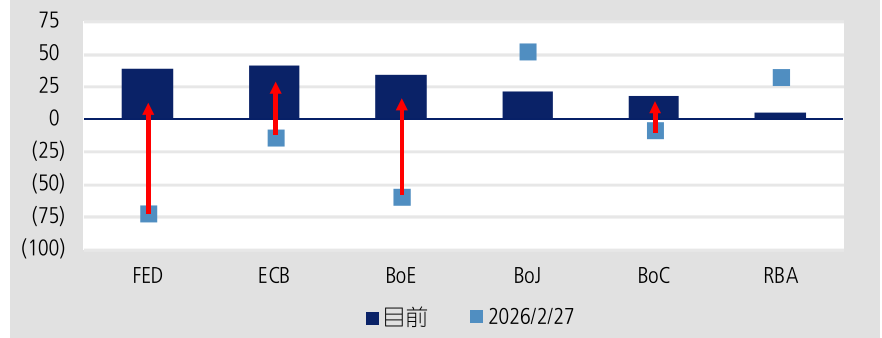


資料來源：FactSet；凱基

評價部分，市場關心 Fed 在今年底就會升息的議題，而的確這對美股來說是重要。若與美伊開戰前相比，各國的貨幣政策都在趨緊，而美國趨緊幅度（變化幅度、非絕對升息碼數）幾乎是最大的、僅次於英國的政策利率預期變化）：戰前預估未來 12 個月將降息 3 碼，但目前預估未來 12 個月可能反而需要升息 1-2 碼，來回差距達到 5 碼。

圖 51：若以升息壓力對各國股市評價可能造成的壓力來說，美國可能還是最大的

未來 12 個月政策利率預期變動(目前 vs 2026/2/27)，基點

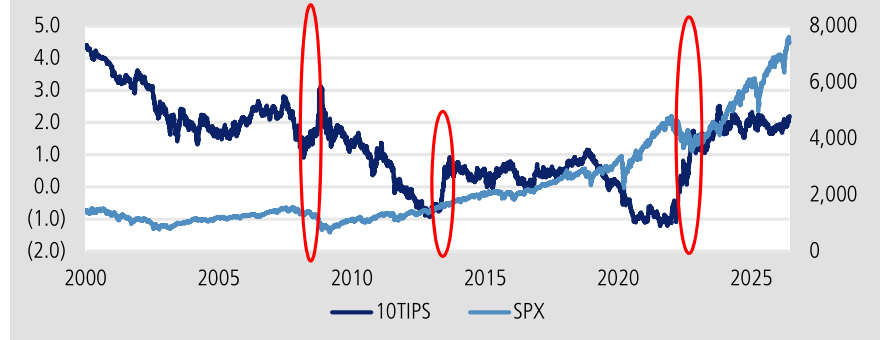


資料來源：Bloomberg；凱基

此外，大家更關心 10 年債殖利率，因其是股市評價中折現率的重要成分。然而，正如同我們過去多次強調的，專注於 10 年債殖利率對股市的影響其實並無法窺得全貌，真正關鍵的是其中實質利率的變化。儘管實質利率上升可能是反映景氣變好才上升，但其一般無論對獲利或者評價 (P/E) 都會產生負面的影響，前者受制實質借貸成本上升而不利營運，後者則受到貨幣環境實質縮緊而不利於評價；這一點由 2000 年以來，幾次實質利率快速上升的階段多造成股價大幅下跌可看出。

圖 52：10 年債殖利率上升對股市的影響不是全貌，關鍵是實質利率是否上升

美國 10 年債殖利率，百分比(左軸)；標普 500 指數，點(右軸)



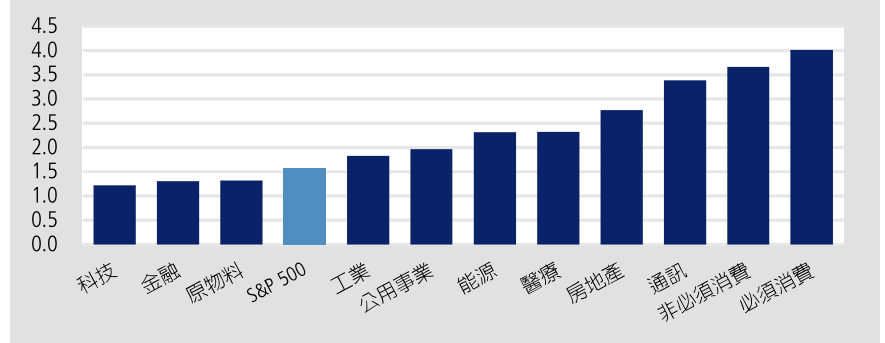
	TIPS上升幅度 (bps)	股價漲跌幅 (%)
2008/3-2008/11	1.4642	-32.645
2013/1-2013/9	1.1605	17.905
2022/3-2022/11	2.2078	-5.252

資料來源：Bloomberg；凱基

即便有上述不利因素，我們必須說，因 1Q26 財報公布後企業獲利顯著上修、特別是 AI 相關類股，使得 PEG 比率下修到相對合理的區間，科技股 PEG 僅略大於 1，而整個大盤也在 1.5 左右而已。此外，在美股大盤 P/E 評價的 top-down 預估模型中，除了 10 年債殖利率外，另一個關鍵變數是大盤的淨利率。當淨利率提高，市場對其風險程度的判斷會更加安心、導致股市風險貼水降低，提供整個折現率向下的力量，而可支撐住評價。

圖 53：因獲利預估上修，當前的 PEG reset，科技股變得不貴了！(也讓評價趨於合理而未有過高)

PEG 比率，倍

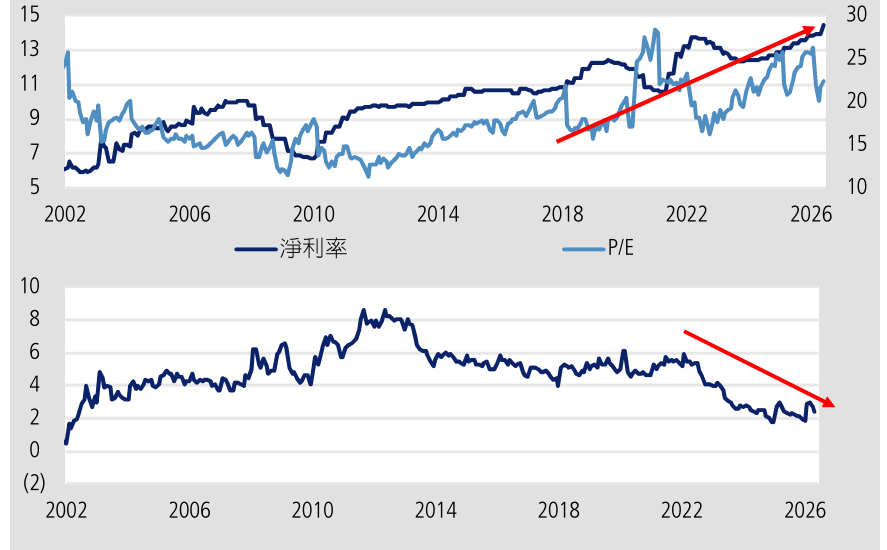


資料來源：FactSet；凱基

圖 54：利潤率擴張是在市場預期貨幣環境趨於緊縮下，仍能撐住評價水準的關鍵，原因是利潤率擴張本身是一種風險(貼水)的降低

上圖：S&P500 利潤率，百分比(左軸)；S&P500 forward 12m P/E，百分比(右軸)

下圖：S&P 500 風險貼水，百分比



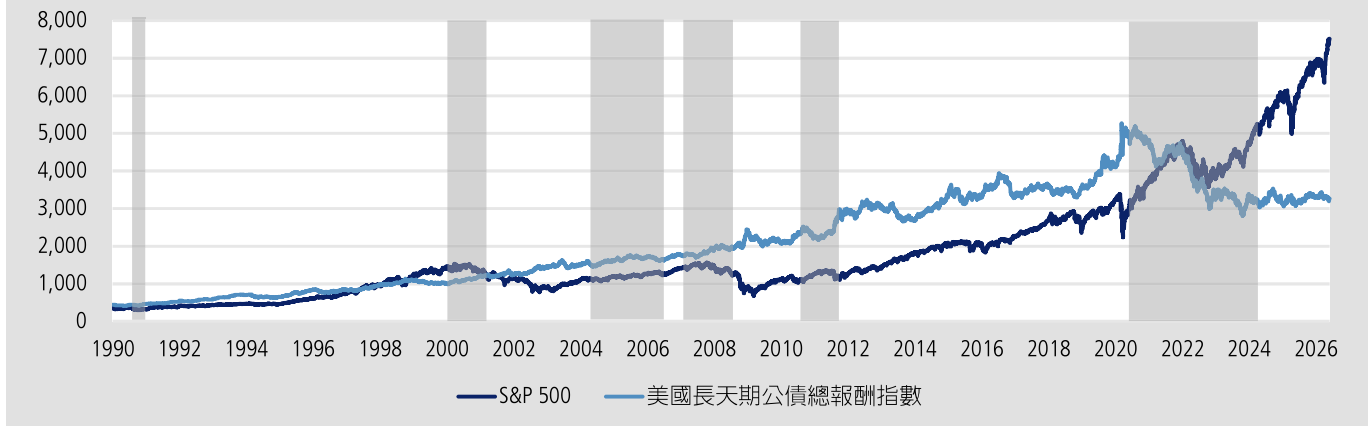
資料來源：Bloomberg；凱基

整體而言，儘管一般對股市最有利的情境是溫和通膨(CPI)+PPI 受控+實質利率降低，目前似乎並不完全符合這樣的情境，但基本面強勁的情況下，還是將年底目標價由去年出具年度展望時的 7,650 點與今年 2 月修正的 7,800 點調升至 8,000 點，並在評價受影響有限的條件下上看 8,400 點；不過，3Q26 因美伊戰爭的影響會逐漸浮現、市場可能開始反映期中選舉變數、財政紀律重回關注視野等因素，股市會比較震盪。

另一方面，必須說的是，儘管當前的通膨與利率風險在增加，但從過往經驗來看，若只是有通膨但經濟未衰退，則股票仍然優於公債。1990 年以來，不含近期、美國經歷過 6 次 $CPI > 3\%$ (維持一段時間) 的時期，公債表現優於股市的情形基本上皆出現在經濟發生衰退的情境；只有 2011 年那次例外，但當時市場擔憂的是二次衰退，可視為在衰退情境下做出的投資決策，本質上仍符合上述「若僅有通膨但經濟未衰退，則股票仍優於債券」的原則。

圖 55：若只是有通膨但經濟未衰退，則股票仍然優於債券

美國 CPI 大於 3% 期間，S&P500 指數報酬率與長天期公債報酬率，百分比



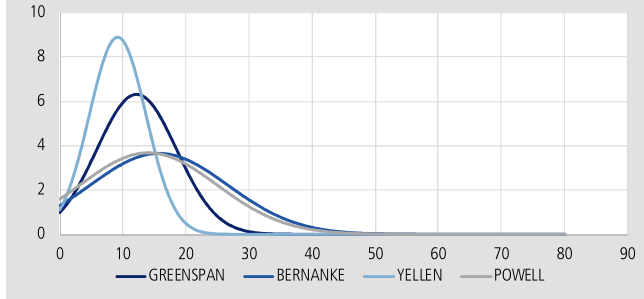
CPI >3% 期間	股市表現	債市表現
1990/1-1991/9	7.83	17.94
2000/2-2001/5	(10.89)	16.44
2004/11-2006/8	15.33	6.83
2007/10-2008/10	(37.38)	6.45
2011/4-2011/12	(5.61)	30.90
2021/4-2024/6	35.84	(24.67)

資料來源：Bloomberg；凱基

最後，我們認為美股下半年另外兩個變數包括前述的新任 Fed 主席 Warsh 的政策框架轉變與期中選舉，分別說明如下。Warsh 的貨幣政策理念轉變中，其中一個令人擔憂的就是決策透明度下降（欲取消前瞻指引）。然而，假設其回歸到當年的 Alan Greenspan 時期、缺乏後續明確的政策指引；按照當年的經驗，貨幣政策較採用 Rule-based、透明度較低的 Greenspan，任內召開 FOMC 會議前後造成的股市不確定性（無論平均數或及值）並未明顯較後續透明度較高的三位主席高，故目前似乎對股市這方面的擔憂無需太過。

圖 56：就算 Warsh 讓 Fed 變得不那麼透明，按照當年 Greenspan 的經驗，股市波動度未必上升

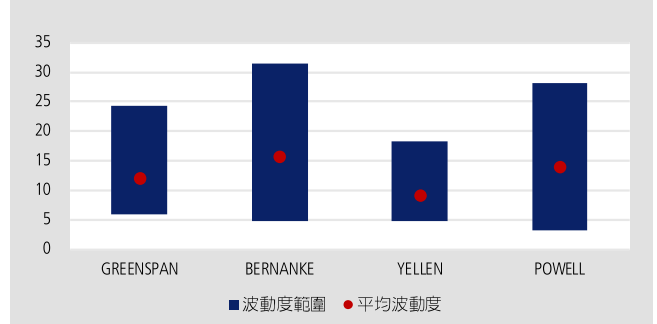
FOMC 會議前 2 週至後 1 週股市波動度，百分比(橫軸)；分布密度(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 57：亦同

波動度區間&平均波動度，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

而在期中選舉部分，因今年上半年有太多其他重要的議題，包括國際地緣政治上美國的參與，因此期中選舉似乎尚未來得及反映在市場當中；正確地說，市場尚未考慮當選舉後國會生態發生改變時對政策以及因此對股市造成的影響。不過，隨著下半年的逼近，這方面的因素重要性應該會增加。按過往經驗，目前川普低迷的支持度可能造成共和黨失去眾議院多數黨的地位；此外，值得注意的是，根據 Pew research，有 67% 規劃的資料中心位於鄉/農村、但很高比例的居民並不希望蓋在這邊，而仰賴農業的郡中有 78% 投給川普、可算是共和黨票倉，這部分也不利於共和黨選情。

然而，這對股市未必是多大的壞事，若參議院仍由共和黨掌握，這個府會組合 S&P 500 平均報酬率為 15.2%，甚至是高於整個大盤歷史的平均不少。需要擔憂的是，若共和黨也輸掉參議院，則這個府會組合下的平均報酬就會於低歷史的平均了。

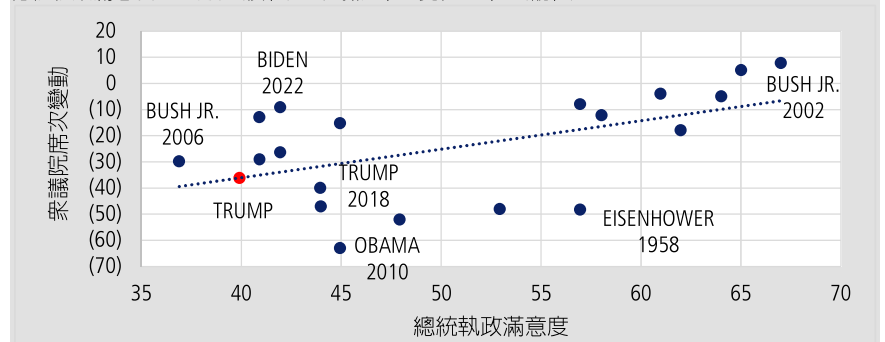
圖 58：美國期中選舉流程

時間	流程
2025下半年	參眾議員候選人陸續宣布參選
2025Q4-2026Q1	各州候選人登記截止
2026/3/3	第一批州初選 (Texas、North Carolina、Arkansas 等)
2026/3-2026/9	各州陸續舉行參眾議院初選
2026/5/19	Kentucky、Pennsylvania、Georgia 等重要州初選
2026/6/1	多數州初選高峰期 (最多州集中)
2026/9中旬前	最後一批州完成初選
2026/9-10	國會候選人辯論、提前投票開始
2026/11/3	美國期中選舉投票日
2026/11-12	各州認證選舉結果、確認國會控制權
2027/1/3	第120屆國會正式開始

資料來源：CNN, The Guardian；凱基

圖 59：按照模型推估，在川普執政滿意度不到 40% 的情況下，共和黨眾議院可能會掉 5-10 席而失去多數黨席次

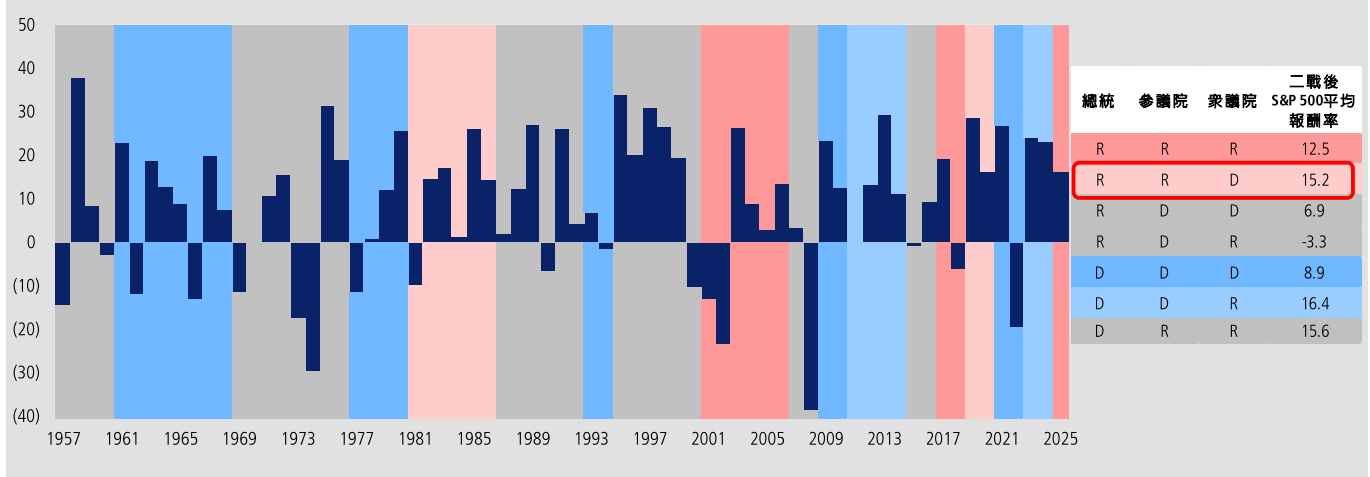
總統執政滿意度，百分比(橫軸)；眾議院席次變化，席次(縱軸)



資料來源：Gallup；凱基

圖 60：若共和黨只是失去眾議院多數黨對股市不是壞事，過去這個組合下 S&P 500 平均報酬仍達 15.2%

各總統&國會政黨組合下 S&P 500 的年報酬率(二戰後)，百分比



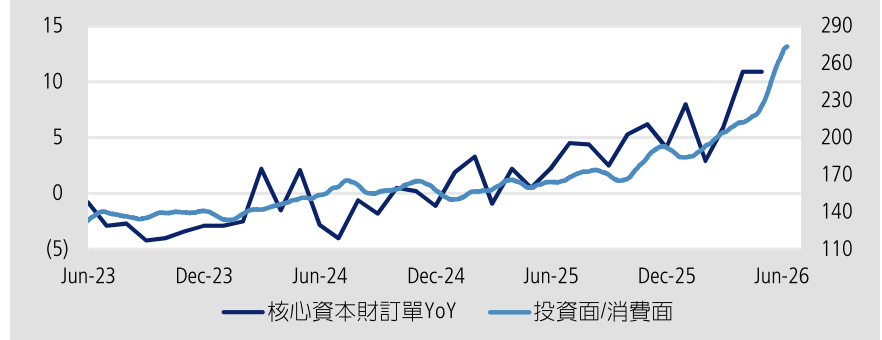
註：R 代表共和黨、D 則代表民主黨
資料來源：Bloomberg；凱基

(3) 美股類股：投資驅動的特性讓循環股也有表現機會；3Q 因市場可能的震盪先配置必需消費與醫療等防禦類股，整個 2H 則著重科技、通訊、原物料、工業與公用事業類股

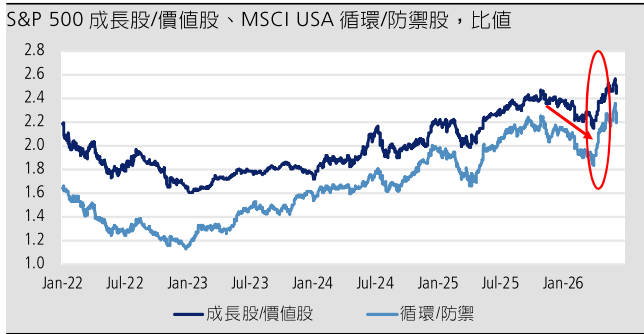
在風格方面，上述投資驅動的趨勢在股市中的影響尤其大。若以投資為主軸的類股（包括半導體、工業、原物料、公用事業）等相對於消費為主軸的類股（如：零售）表現來看，自 2H23 開始投資型類股的組合就明顯優於消費型類股組合，且明顯隨著核心資本財訂單數據上升而更強。拉近來看，因「投資」本身循環性本就較強，加上整個美國景氣目前確實優於預期，因此 4 月至今不只是 AI 主導的成長股、而是已經逐漸受惠於 AI 外溢效果的循環股也有不錯的表現。

圖 61：與經濟相似，相對而言投資面驅動股市的程度 outweigh 消費面

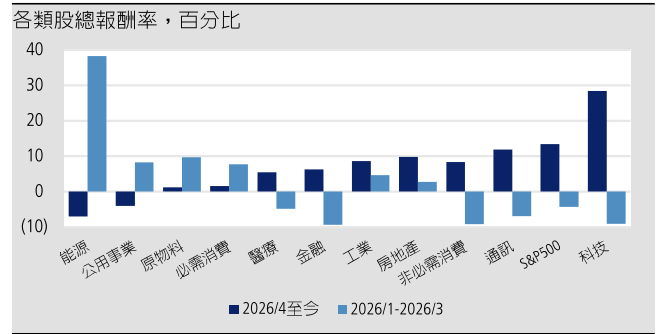
核心資本財訂單，百分比(左軸)；投資面驅動/消費面驅動 ETF，比值(右軸)



註：投資面(企業設備投資強)代表的的 ETF 包括 SMH、XLI、XLB、XLU，消費面則是 XRT
資料來源：Bloomberg；凱基

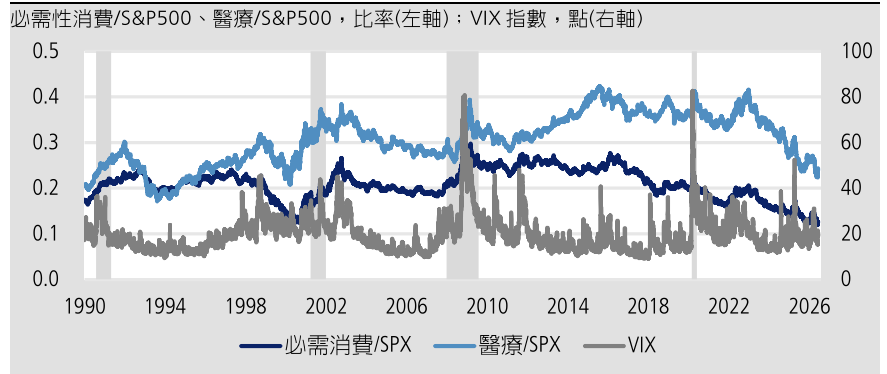
圖 62：4 月以來的成長股、循環股都有相對佳的表現


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 63：不只 AI 股，其他屬於循環股的類股在這波上漲中也有所表現


資料來源：Bloomberg；凱基

進一步到類股部分，首先仍必需注意，因為前述預期 3Q 恐較為震盪的關係，我們會先推薦防禦類股；特別在波動變大的時候，必需性消費與醫療可以發揮一定抗震的效果。

圖 64：波動度加大的時候，必需性消費與醫療相對於大盤多上漲


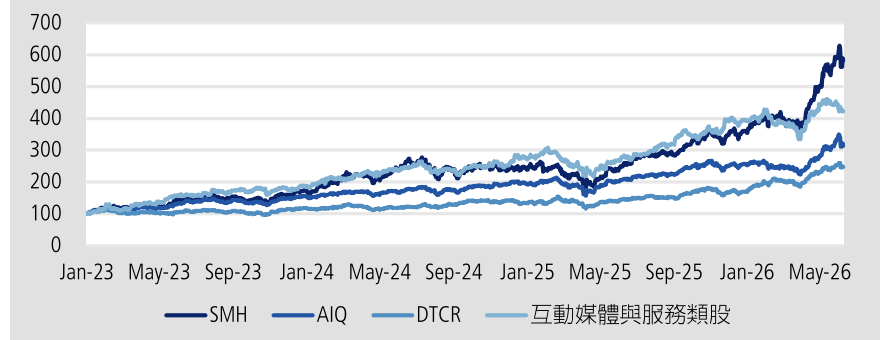
註：陰影區域為 NBER 定義之美國經濟衰退期間

資料來源：Bloomberg；凱基

至於拉長到整個下半年，我們認為 AI 長期的趨勢未變、至少不是明年之前會反轉的局面，因此持續看好科技和通訊等 AI 題材主導的類股仍會持續有所表現。

圖 65：科技與通訊等 AI 題材主導的類股仍會持續表現

SMH(半導體)、AIQ(人工智慧)、DTCR(資料中心)等 ETF 與互動媒體與服務類股，點(2023/1/1=100)

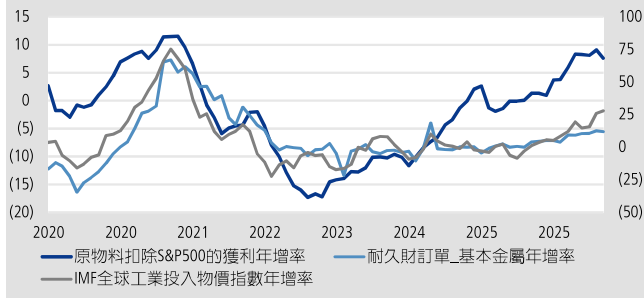


資料來源：Bloomberg；凱基

另一方面，如同前述，AI 的題材外溢到許多類股，也值得我們把握。其中，我們仍看好原物料與工業股在 AI 基礎建設所扮演的角色；金屬產品的耐久財訂單、工業投入物價等等的上升推動原物料股的獲利表現，而工業生產與出口價格上升則會促進工業股的表現。特別是工業股，其獲利基本面持續改善，但 PEG 比值的排序卻長期盤旋在 PR 值 20% 上下、離 50% 的平均甚遠，股價的確有些委屈，應該要有上漲空間。

圖 66：金屬產品的耐久財訂單、工業投入物價等等的上升推動原物料股的獲利表現

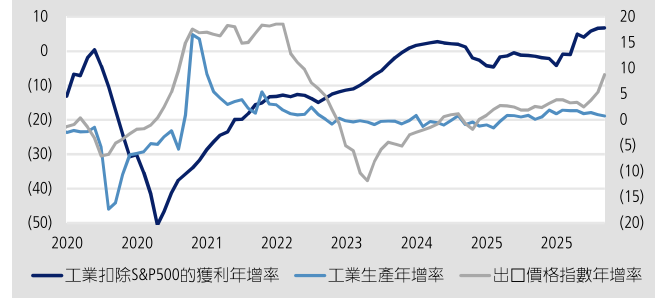
原物料類股-S&P 500 獲利年增率，百分比(左軸)；耐久財訂單_基本金屬年增率、IMF 全球工業投入指數年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 67：工業生產與出口價格上升則會促進工業股表現

工業類股-S&P 500 獲利年增率，比率(左軸)；工業生產年增率、出口指數年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 68：工業股基本面持續改善，但 PEG ratio 的 PR 值卻反而在掉，股價有些委屈

上圖：S&P500 工業類股未來 12 個月 EPS 年增率，百分比(左軸)；核心資本財訂單年增率，百分比(右軸)

下圖：S&P500 工業類股 Forward P/E，倍(左軸)；S&P500 工業類股 PEG PR，百分位(右軸)

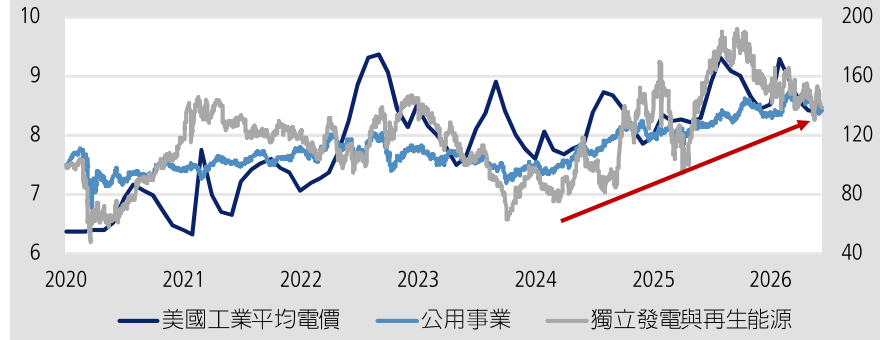


資料來源：Bloomberg；凱基

最後，公用事業也不可或缺，其從過去的防禦型類股，到 AI 時代更增加了 AI 題材中電力的角色發揮，電價上漲特別有利於發電&再生能源類股，因此也是我們配置的一個重點。

圖 69：公用事業兼具防禦與 AI 題材中的電力角色發揮

美國工業平均電價，美分/kWh(左軸)；公用事業類股、獨立發電與再生能源類股(2020/1/1=100)，點(左軸)



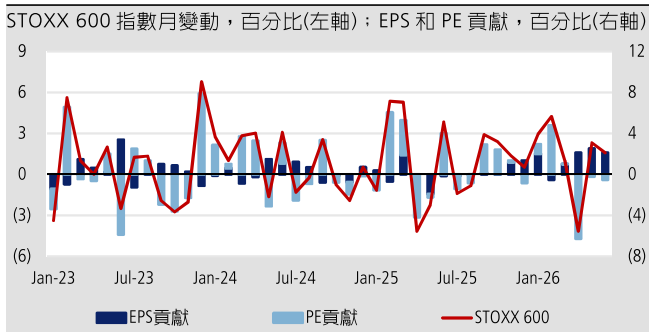
資料來源：Bloomberg；凱基

(4) 歐股：評價受限與結構分化下的謹慎佈局，首選義大利&西班牙、金融

今年在 2 月底美伊戰爭爆發之前，歐股延續去年優於美股的走勢；衝突爆發後，歐股受到較大衝擊。即使後續戰事緩和並進入談判階段，在相對缺乏 AI 題材支撐下，第二季表現明顯落後美股；唯一例外是義大利股市持續創高，成為歐洲主要市場中的領漲者。隨著地緣政治風險升溫及經濟前景轉弱，國際資金對歐股的態度已由年初樂觀轉向選擇性配置。

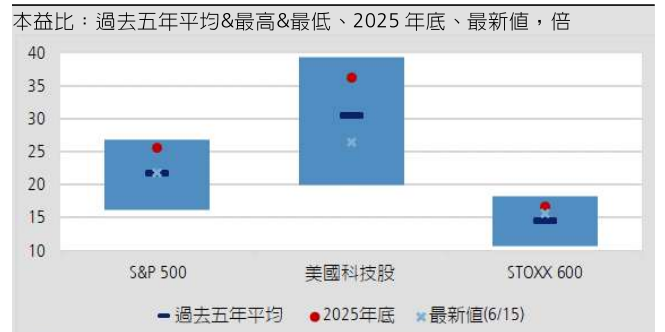
展望下半年，歐股面臨的核心挑戰在於評價進一步擴張的空間有限；過去幾年的上漲主要來自評價回升，而非企業獲利大幅成長。目前 STOXX 600 本益比已略高於長期平均，過去相對美股的低評價優勢亦明顯縮減，未來若要延續漲勢，將更依賴企業獲利接棒。

圖 70：過去幾年歐股上漲主要來自評價上升推動，而非企業獲利大幅成長；近幾個月轉向獲利支撐



資料來源：LSEG；凱基

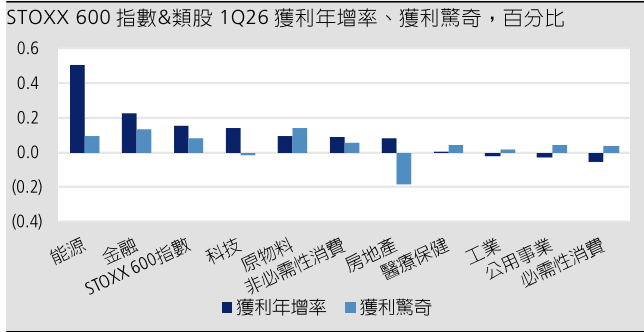
圖 71：歐股相對美股的低評價優勢已明顯縮減，尤其相對評價低於平均的美國科技股缺乏吸引力



資料來源：LSEG；凱基

就獲利來源而言，1Q26 的成長主要由能源與金融兩大類股貢獻，前者受惠油價維持高檔，後者受惠穩健的資產品質與良好的股東回報政策；相較之下，精品與汽車等消費產業獲利則明顯走弱，顯示歐股企業獲利仍高度集中於少數產業，多數產業成長動能相對有限，結構分化明顯。

圖 72：1Q26 歐洲企業獲利優於預期主要由能源和金融兩大類股貢獻，類股間獲利分化明顯



資料來源：LSEG；凱基

圖 73：今年以來歐洲非必需性消費產業的企業獲利預估被持續大幅下修

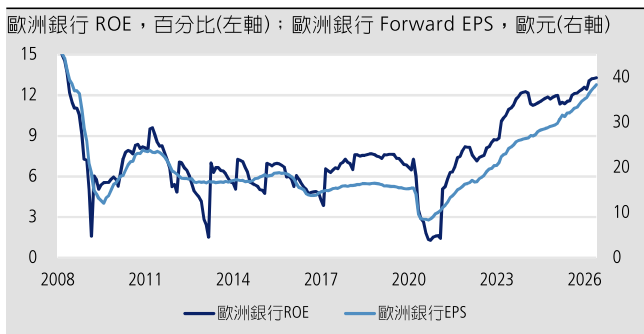


資料來源：LSEG；凱基

另一方面，美伊達成協議並重啓荷莫茲海峽航運後，能源供給不確定性明顯下降，油價大幅上行風險同步緩解，有助於減輕企業獲利壓力，改善市場風險偏好。然而，前期高能源價格對成本與需求的滯後影響，仍可能於下半年逐步顯現，且相關利多已有部分反映於上半年漲勢之中。整體而言，我們維持歐股中立評等，下半年市場將由評價驅動轉向獲利驗證，類股與國家表現分化預期將進一步擴大。

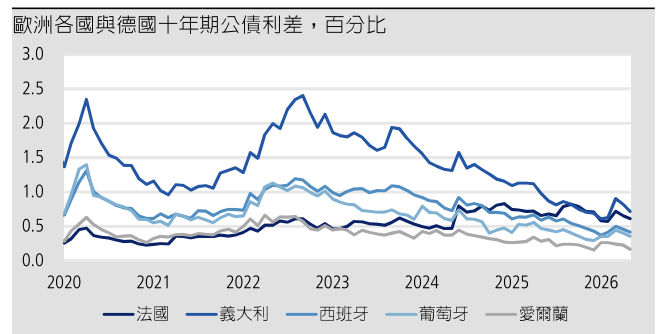
配置方面，類股首選資本充足、資產品質改善且獲利動能持續上修的銀行/金融(EUFN)。國家聚焦義大利(EWI)與西班牙(EWP)，其中義大利受惠金融業整併加速與主權風險溢酬下降，評價修復動能仍在；西班牙受惠金融權重較高及內需韌性，且獲利成長動能持續上修，仍具相對配置價值。相較之下，德國在能源風險解除後，先前主要壓抑因素緩解，加上財政擴張與國防支出題材支撐，下行風險下降，但汽車產業結構性疲弱仍構成中長期拖累，整體評等由偏淡上調至中性。

圖 74：歐洲銀行的 EPS 預估與 ROE 持續提升，反映其獲利能力和股東回報同步改善



資料來源：Bloomberg、LSEG；凱基

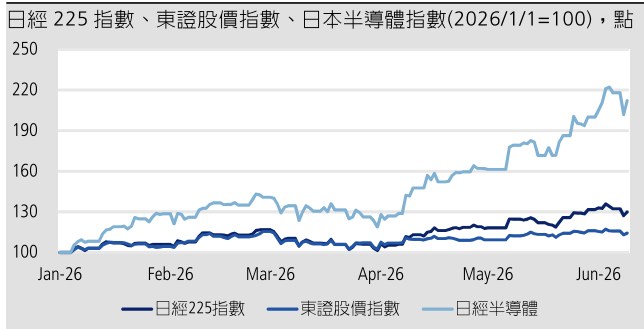
圖 75：義大利相較其他歐洲國家，與德國公債利差收斂幅度最顯著，反映主權風險溢酬明顯下降



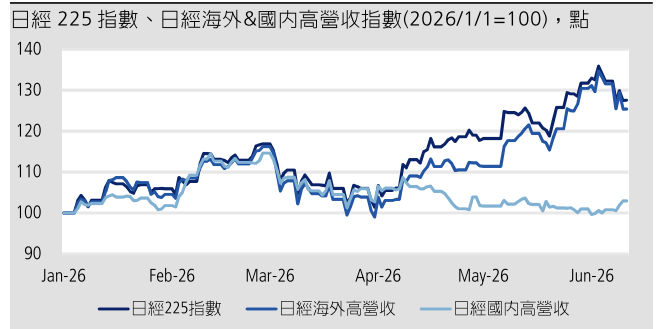
資料來源：Bloomberg；凱基

(5) 日股：評價驅動轉向獲利驗證，維持高波動格局；首選銀行和半導體

今年以來，日本股市延續強勢並屢創新高，主要受 AI 浪潮帶動半導體類股領漲，以及市場對政策維持財政支持與成長導向的預期所推動。然而，指數漲勢集中於權值股，日經 225 明顯優於東證指數，反映行情廣度不足，且內需類股明顯落後，整體呈現「外需與科技股領漲、內需偏弱」的結構分化，並與日本經濟「外需韌性較強、內需修復有限」的基本面相互呼應。

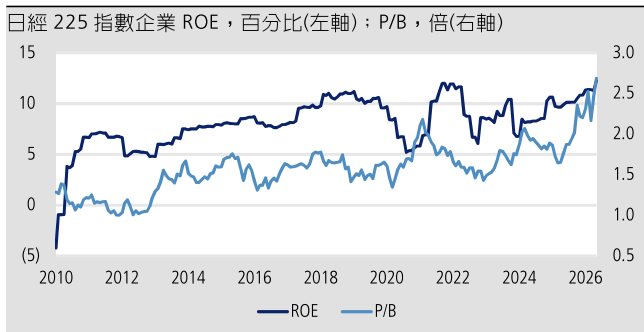
圖 76：日經 225 指數 2Q 表現明顯優於東證指數，主要由半導體類股漲帶動


資料來源：Bloomberg；凱基

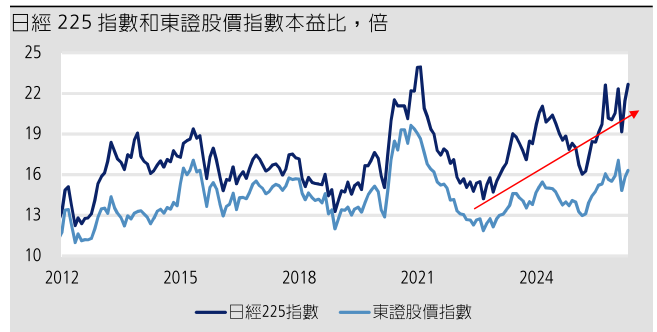
圖 77：日經 225 指數 2Q 多次創高但廣度不足，內需相關類股表現明顯落後


資料來源：Bloomberg；凱基

展望下半年，我們正向看待日股，但預期波動仍大。日本擺脫通縮、企業治理改革深化、ROE 持續改善等結構性利多仍在，支撐日股評價維持在相對較高水準。然而，經歷近年明顯重估後，市場已逐步由評價擴張轉向獲利成長驅動，後續表現將更仰賴企業獲利成長的延續性。

圖 78：日本企業提升 ROE 和 P/B 的努力仍在繼續


資料來源：Bloomberg、Factset；凱基

圖 79：近幾年企業治理改革議題已讓日股評價明顯上修


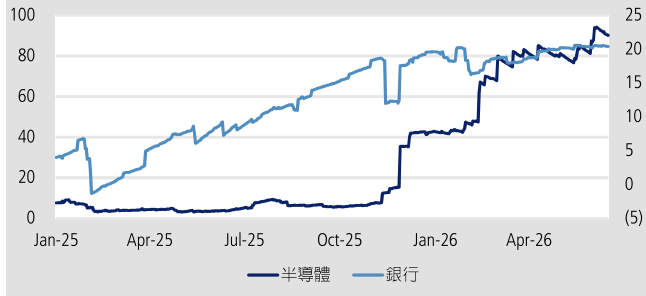
資料來源：Factset；凱基

獲利方面，AI 與資料中心投資需求延續，加上美對日關稅政策落在低於市場原先擔憂水準，整體企業獲利仍有望維持成長動能。其中，獲利上修以半導體最明確，受惠於全球 AI 資本支出循環，EPS 與年增率同步大幅上修；銀行則受惠利率正常化，獲利持續創高，屬穩定的結構性受惠者。不過，全球 AI 資本支出雖維持高檔，但成長動能已逐步放緩，市場關注重心由投資規模轉向投資報酬率，使相關類股對消息面變化更為敏感，波動度亦同步提高。

資金方面，企業持續實施庫藏股買回，有助提供指數下檔支撐；惟今年以來外資成為主要邊際買盤，其資金進出速度較快，使市場波動較過去增加。此外，美伊達成停火協議使中東地緣政治風險暫時降溫，待荷姆茲海峽航運恢復正常將使油價上行壓力緩解，有助於降低輸入性通膨再度升溫的風險，惟美國關稅政策變化與地緣風險不確定性仍可能影響風險偏好。

圖 80：半導體類股的獲利年增率今年來明顯上修；銀行獲利也持續創高，年增率維持高成長

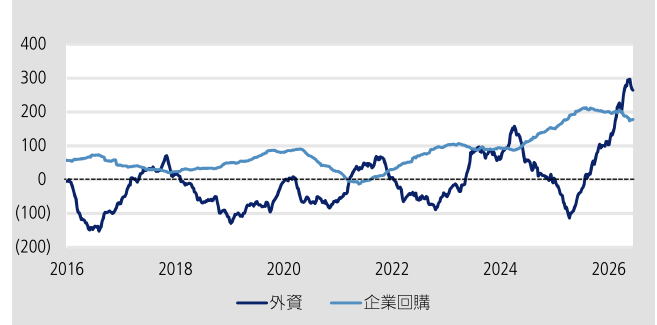
日本半導體企業 EPS 年增率預估，百分比(左軸)；日本銀行 EPS 年增率預估，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 81：企業回購為下檔支撐，外資進駐推升指數，然已超越企業回購成為主要買盤，恐使指數波動性增加

東京和名古屋交易所買賣超(52 週平均)：外資、企業回購，十億日圓



資料來源：Bloomberg；凱基

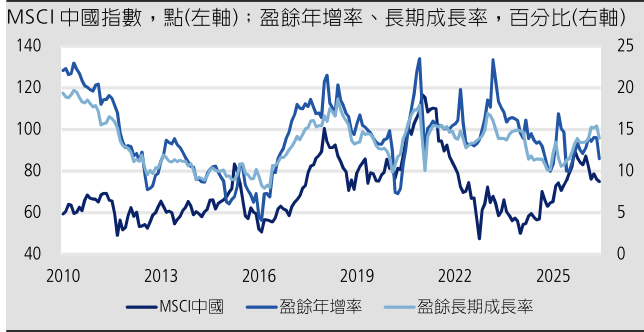
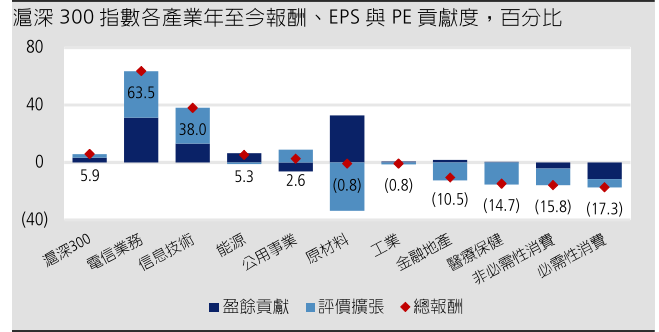
整體而言，給予日股(EWJ)加碼評等，操作上建議採取「逢回布局、避免追高」策略。類股方面，首選具長期成長趨勢支撐與政策支持的 AI 與半導體(200A.JP)，以及受惠利率正常化帶動利差改善與企業治理改革提升股東報酬的銀行(1615.JP)。指數配置方面，日經(1329.JP)短期仍可望受半導體權值股帶動而維持相對強勢；但若市場焦點逐步由 AI 擴散至更廣泛產業，金融與價值股權重較高的東證(1475.JP)，後續補漲空間將更值得關注。

(6)中港股市：成本衝擊與全球 AI 浪潮交雜，新興產業帶動陸股續漲

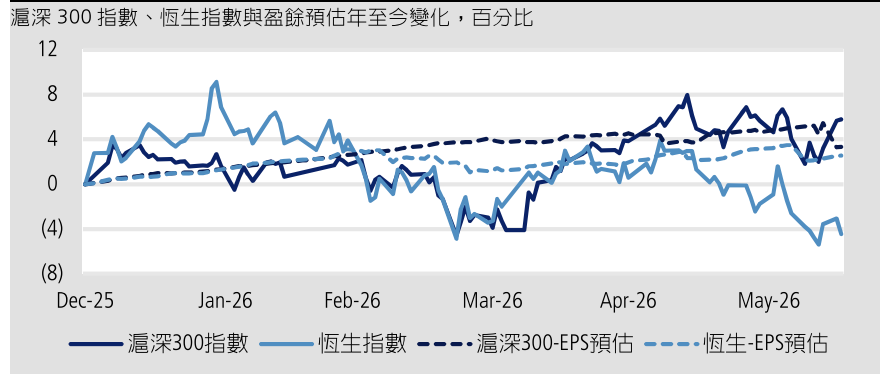
今年以來，中國股市表現相對震盪，雖年初陸股有一波漂亮的漲勢，但在兩會差強人意的財政指引以及國際油價攀升之下，上證指數今年至今僅上漲 3.2%，滬深 300 指數亦僅上漲 5.9%。由於荷姆茲海峽能源產品有很大一部分流向中國，加上中國股市相較於台、韓以半導體為主要權指股之市場產業更為分散，能源成本飆升對中國股市的衝擊也更為直接。

盈利層面來看，中國目前經濟呈現內需疲弱、外需強勁的特徵，5 月社會消費品零售總額衰退 0.6%，創 2022 年以來新低，不過出口總額年增率卻高達 19.4%，數據說明內外需求差距擴大，經濟前景仍存不確定性，中國企業盈餘年增率由年初的 14.0%放緩至 11.5%，長期成長率由 15.3%放緩至 13.9%，自 3 月戰爭爆發以來市場亦未再上修 FY26 每股盈餘，甚至略為下修。整體而言，中國股市盈利動能相對疲弱。

不過細分產業來看，延續今年兩會的政策重點，中國政府對新興產業的扶持已超過以往，分行業報酬便可看出明顯分化，以信息技術、電信服務兩大產業漲幅居前，而傳統景氣相關之金融地產、消費類股表現落後。綜上，凱基對整體陸股看法相對中性，不過新興、科技產業在政府重點扶持下具機會。

圖 82：中國企業獲利動能在成本衝擊後便出現放緩

圖 83：滬深 300 指數產業表現分化，新興產業是配置主軸


最後，在港股與陸股比較上，基本面而言，預計 2H26 陸股仍會跑贏港股，考量當前市場的主軸仍在「科技自主、AI 基建」之下，相較港股以科網股(資本支出來源)為重，陸股具備更多的半導體相關企業，更符合市場故事。

圖 84：在 AI 基建的主要故事下，料陸股將持續跑贏港股


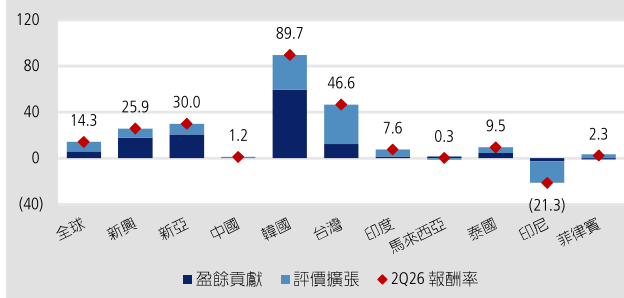
(7)新興亞股：AI 超級循環持續，留意國際市場波動

2Q26 以來新興亞股在能源危機衝擊下，依然繳出亮眼成績，MSCI 新興市場指數上漲 25.9%，MSCI 新興亞洲指數上漲 30.0%，遠超 MSCI 全球指數 14.3% 的漲幅，為連續第六個季度跑贏全球股市。結構來看，本輪漲勢並非僅由美伊衝突降溫所驅動的評價修復，獲利貢獻更是占指數報酬的一大部份，在 30.0% 的漲幅中，盈餘(EPS)貢獻+20.9%，評價(P/E)貢獻+9.1%，說明大型 CSP 的資本支出仍持續推升科技硬體股的超級循環。

不過戰爭爆發以來，MSCI 新興市場等權重指數下跌 4.1%，MSCI 新興市場扣除新亞科技指數的報酬亦僅上漲 2.2%，而 MSCI 新亞科技指數則是上漲 37.1%，說明能源成本竄升並非未對新興市場造成影響，只是科技類股的強漲掩蓋了指數背後其他產業的下跌。當然，這並不意味著泡沫或是趨勢反轉的訊號，新亞科技股背後仍具有強健的獲利支撐，這一分化現象僅是表述市場的集中度持續上升，鋪陳未來若 AI 基本面反轉，指數波動將更為劇烈。

圖 85：2Q26 以來新興亞股上漲 30.0%，超越全球指數

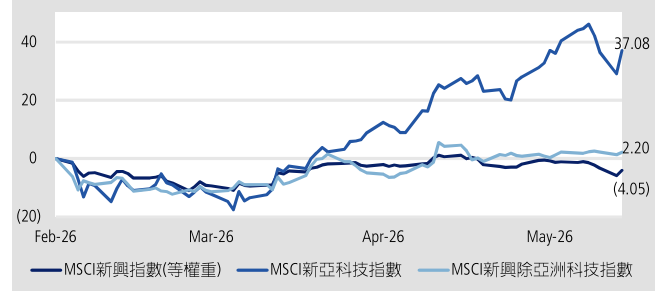
新興亞洲離岸指數報酬率與盈餘、評價貢獻，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 86：戰爭爆發後新興市場產業表現分化，科技股一枝獨秀

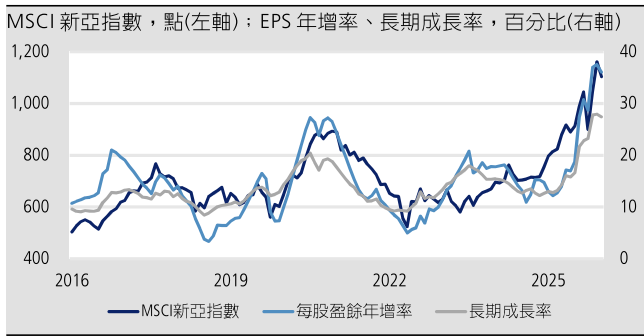
MSCI 新興市場等權指數、剔除新亞科技指數、新亞科技指數累計報酬率，百分比



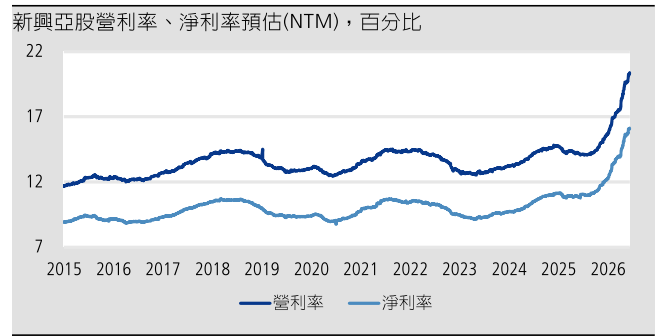
資料來源：Bloomberg；凱基

展望下半年，儘管凱基認為循環終有結束的一天，但現在便說循環結束或許為時尚早。只要算力維持供不應求、科技巨頭資本支出持續擴張，半導體上行循環就將持續，新興亞股多頭將延續至下半年，我們就獲利與評價兩大面向進行分析：

獲利面來看，新興亞股 FY26 每股盈餘年增率市場共識為 58.8%，較 1 個月/3 個月前上修+0.7%/+20.1%，FY27 之預估同樣保持在 23.7%，較前月上修+2.6%；未來 12 個月(NTM)每股盈餘同樣持續上修，若扣除三月戰爭影響，則已連續 9 個月出現上修，盈餘年增率維持在 2000 年代以來新高的 36%，盈餘長期成長率同樣維持在 27% 的近年新高，說明新興亞股獲利仍處在循環的上升週期當中。當然，不僅僅是獲利，整體獲利的結構也同步在改善，新興亞股在營利率、EBITDA 獲利率以及淨利率均出現明顯擴張，AI 需求已讓新亞科技企業產品組合朝向更高的附加價值，換句話說，在算力供不應求之際客戶願意承擔更高昂的報價是獲利結構好轉的主因。整體而言，獲利的擴張加上盈利品質的改善，新興亞股強勁的獲利上升週期依然健康。

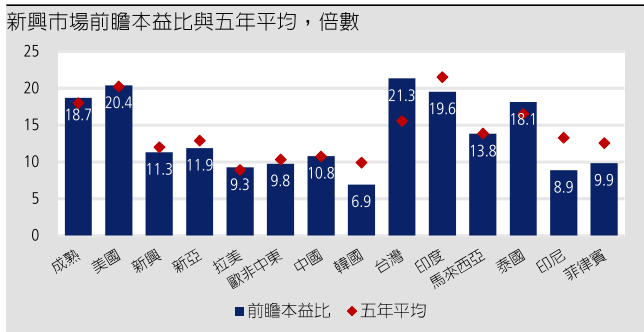
圖 87：新興亞洲獲利仍在加速上修


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 88：Margin 擴張反映強勁的 AI 需求，並改善企業獲利結構


資料來源：Bloomberg；凱基

評價面來看，新興亞股過去 3 個月累計上漲 22.6%，年初至今上漲 20.8%，不過預估本益比卻由年初的 14.1 倍下滑至目前的 11.8 倍(處長期平均的-1.1 倍標準差)，說明新興亞洲盈餘成長的速度超過了實際股價的增幅，而帶動本益比的回落，而 EV/EBITDA 亦從 10.2 倍下滑至 8.9 倍，處歷史平均的-0.31 倍標準差，凱基從各項評價指標來看新亞股市均沒有達到極端昂貴的水平；另一個角度看，新興亞股相較美股的預估本益比折價率為-42%，為歷史均值的-1.32 倍標準差(歷史平均本益比折價率為-31.6%)，這樣的評價甚至比整體新興市場(-1.22 倍)、拉丁美洲市場(+0.41 倍)與歐非中東市場(-0.63 倍)來的低。綜上，凱基認為「強勁的獲利成長」是使得新興亞股評價水準如此反直覺低的主因，故評估現階段新興亞股評價仍處相對合理位階。

圖 89：受惠獲利的強勁，新興亞洲本益比仍低於歷史均值


資料來源：Bloomberg；凱基

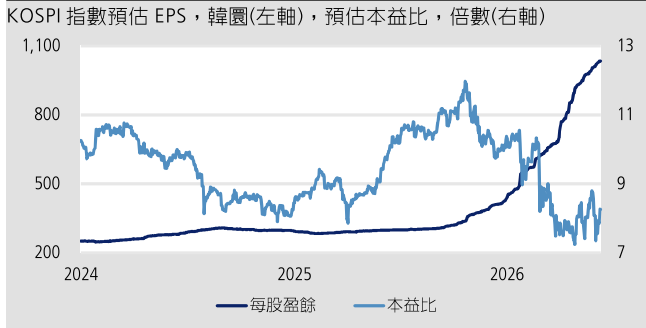
圖 90：新興亞洲本益比折價率仍處於偏低位置


資料來源：Bloomberg；凱基

若分國家別來看，新興亞股中韓國股市仍是本輪 AI 行情的主角，年至今韓國 KOSPI 指數上漲 92%，即便如此，FY26 的 EPS 成長率預估從年初的 50%上修至 266%，上修超過 200 個百分點，獲利成長速度驚人，這一獲利動能亦使得韓國股市前瞻本益比從年初之 10.1 倍下滑至 8.3 倍，處於歷史平均的-1.8 倍標準差，這一評價水準是在韓國 KOSPI 指數接近翻倍成長的背景，另一方面，ROE 也成長驚人，AI 基礎建設需求已讓韓股擺脫以往傳統消費性循環，正如凱基於 2026 年度展望提及的，韓國股市具結構性價值重估之潛力，目前韓國市場 ROE/PB 倍數為 14.25 倍，為新興亞洲國家之首(新興亞股平均 ROE/PB 倍數為 8.3 倍)，在強勁的獲利預估帶動下，凱基仍看好

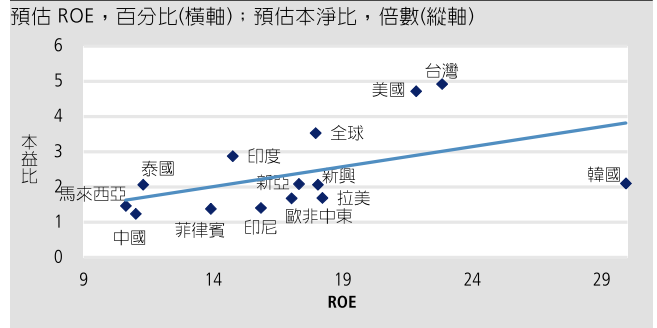
2H26 之韓國市場(EWY)。其餘市場方面，印度股市受限缺乏 AI 基建題材，而軟體類股又面臨評價重估風險，加上能源衝擊對經濟的衝擊，料印度股市仍相對受抑。

圖 91：盈餘上修速度快過指數上漲幅度，前瞻本益比降低



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 92：從 ROE/PB 比較來看，韓國股市性價比仍非常高



資料來源：Bloomberg；凱基

整體而言，更高價值的產品組合、更強勁的獲利預估搭配合理的評價位階，凱基認為只要算力維持供不應求，新興亞股下半年展望依舊正向。不過上行趨勢中必會出現波動與回調，這樣的回調或許來自評價面、國際流動性，如 Fed 政策可能是一個目前較可以看見的風險；加上新興亞股科技類股占比更高(目前新興亞股中，台積電、SK 海力士與三星電子的權重便是整體指數的近 4 成，資訊科技業占指數超過 5 成)，集中度問題將會放大修正幅度。策略上延續 1Q26 的操作策略，建議持續配置泛新興亞股(AAXJ)或韓股(EWY)，亦可於非 AI 基本面引發之回調時積極加碼。

圖 93：盈餘動能來看，新興亞洲仍為新興市場動能最強的。就國家而言，韓國、台灣獲利前景則較其餘國家更為突出

各市場未來 12 個月盈餘預估修正表，美元													
國家	成熟	新興	新亞	拉美	歐非中東	中國	韓國	台灣	印度	馬來西亞	泰國	印尼	菲律賓
EPS NTM	249.5	146.5	92.1	312.7	26.4	6.9	406.4	90.3	144.0	37.2	31.2	461.4	117.8
修正率	2.1%	3.4%	4.0%	0.2%	0.3%	(1.5%)	12.7%	3.6%	0.8%	0.6%	1.6%	(1.0%)	(0.4%)
z分數	1.31	0.98	1.13	(0.06)	0.02	(0.92)	1.23	0.82	(0.11)	0.33	0.75	(0.46)	(1.11)
EPS 24M	280.9	171.0	108.9	335.0	28.7	8.0	486.9	111.6	166.8	39.3	33.4	507.3	128.8
修正率	3.0%	3.8%	4.5%	0.2%	(0.2%)	(0.9%)	13.4%	3.9%	1.5%	0.3%	1.0%	(1.5%)	(0.7%)
z分數	2.37	1.08	1.23	(0.13)	(0.06)	(0.45)	1.29	0.92	0.40	0.20	0.61	(0.70)	(1.22)
EPS修正斜率	0.9%	0.5%	0.6%	0.0%	(0.5%)	0.6%	0.7%	0.4%	0.7%	(0.2%)	(0.6%)	(0.5%)	(0.3%)
EPS成長率 NTM	15.2%	33.8%	36.1%	16.8%	16.8%	11.3%	94.1%	31.1%	7.9%	8.1%	6.6%	(5.5%)	7.1%
修正率	(0.3%)	(2.1%)	(1.9%)	(4.2%)	(2.3%)	(2.6%)	(9.3%)	(0.5%)	(1.0%)	(0.3%)	0.6%	(14.1%)	(0.6%)
z分數	(0.12)	(1.08)	(1.02)	(0.91)	(0.39)	(1.59)	(1.51)	(0.23)	(0.38)	(0.13)	0.33	(6.92)	(0.15)
EPS長期成長率	13.6%	25.4%	27.4%	12.2%	12.6%	14.1%	52.9%	27.5%	11.1%	6.9%	6.8%	2.9%	7.0%
修正率	0.2%	(0.8%)	(0.7%)	(2.0%)	(1.3%)	(1.1%)	(3.3%)	(0.0%)	(0.8%)	(0.3%)	(0.0%)	(7.2%)	(0.3%)
z分數	0.43	(0.87)	(0.81)	(0.96)	(0.44)	(1.38)	(1.16)	(0.26)	(0.68)	(0.26)	0.18	(6.00)	(0.05)
EBITDA 成長率	14.6%	27.2%	30.9%	7.2%	18.8%	16.4%	77.0%	29.2%	6.9%	8.8%	7.3%	#N/A	0.7%
一個月	15.0%	29.0%	32.5%	10.8%	20.9%	17.8%	83.7%	29.3%	7.7%	9.7%	7.5%	#N/A	6.9%
三個月	12.6%	22.8%	25.3%	6.8%	22.9%	19.3%	70.4%	25.9%	10.0%	15.3%	7.4%	#N/A	9.0%
ROE	18.0%	18.0%	17.3%	18.2%	17.0%	11.0%	29.9%	22.8%	14.8%	10.6%	11.3%	15.8%	13.9%
一個月	17.6%	17.5%	16.7%	17.7%	16.9%	11.1%	28.2%	22.3%	14.9%	10.6%	11.2%	16.1%	14.1%
三個月	16.7%	15.7%	14.9%	16.8%	16.0%	11.4%	21.5%	21.2%	15.2%	10.3%	10.7%	16.2%	14.3%
營業率	19.1%	21.3%	20.4%	22.3%	30.0%	13.7%	36.3%	16.4%	14.9%	26.4%	12.7%	27.5%	31.7%
一個月	18.8%	20.5%	19.6%	21.7%	28.9%	13.9%	33.9%	15.7%	15.1%	24.3%	12.8%	24.8%	27.0%
三個月	18.3%	18.6%	17.4%	20.9%	28.5%	13.9%	25.3%	15.2%	15.3%	24.2%	12.5%	24.7%	26.6%
淨利率	14.4%	16.2%	16.1%	14.2%	20.1%	11.1%	28.7%	13.5%	11.2%	18.5%	7.5%	20.3%	22.2%
一個月	14.1%	15.7%	15.6%	13.9%	19.8%	11.4%	26.7%	13.2%	11.5%	16.6%	7.4%	18.2%	19.4%
三個月	13.6%	14.1%	13.9%	13.2%	19.3%	11.5%	20.2%	12.7%	11.2%	16.4%	7.3%	18.2%	19.7%
價格	4,866	1,759	1,170	2,953	263	77	3,229	2,049	2,854	526	575	4,017	1,153
12M目標價 Cons.	5,571	2,100	1,392	3,567	319	106	3,841	2,201	3,396	606	610	6,112	1,482
修正率	2.7%	5.9%	6.6%	0.1%	0.4%	0.7%	25.1%	7.3%	0.9%	(0.5%)	0.8%	(15.1%)	(2.6%)
z分數	1.07	1.88	2.39	(0.09)	0.07	0.39	3.67	1.19	(0.03)	(0.47)	0.32	(6.51)	(1.93)
Cons.潛在報酬率	14.5%	19.4%	19.0%	20.8%	21.4%	37.6%	19.0%	7.4%	19.0%	15.2%	6.0%	52.2%	28.6%
z分數	(0.07)	(0.58)	(0.74)	0.02	1.92	0.24	(1.33)	(1.29)	1.22	0.66	(1.96)	3.66	0.63

註：(1)指數均採用美元計價之 MSCI 價格指數。(2)修正率為過去 30 日預估指標之變化率。(3)z 分數計算樣本為過去五年之修正率。(4)修正斜率為滾動 24 個月 EPS 預估修正率減去滾動 12 個月 EPS 預估修正率。(24M-NTM)

資料來源：Bloomberg；凱基

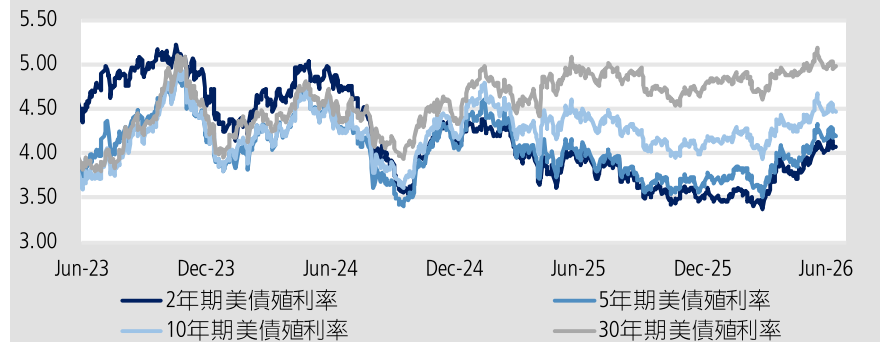
債市：預期美伊衝突結束後美債殖利率將回落，但考量美國就業趨穩、核心物價僵固，預期 10 年債殖利率降幅溫和；美國企業良好基本面和低違約風險有助公司債信用利差維持低位，較推薦投資等級(IG)並建議避開 CCC/Caa 級以下公司債；油價走低將有利新興債市，建議關注通膨較低、且為投資等級和信用展望穩健之國家如印度與中國

(1)美債：預期美債殖利率將轉降，短期交易上可做多中長期美債賺取資本利得

今年第二季以來各天期美債殖利率均顯著上升，主因油價居高不下使得市場擔憂未來通膨將逐漸擴散到其他產品服務上，進一步推升美國核心物價，導致 Fed 最終在今年底進入升息循環；其中，對政策利率預期較敏感之短天期美債殖利率升幅較劇，殖利率曲線熊平(Bear Flattening)。

圖 94：2Q26 以來美債殖利率回升，殖利率曲線熊平(Bear Flattening)

2、5、10 和 30 年期美債殖利率，百分比

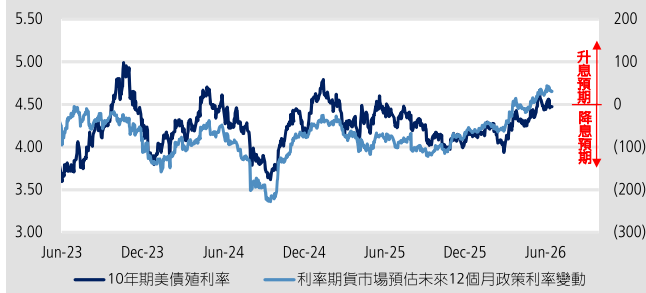


資料來源：Bloomberg；凱基整理

展望 2H26，預期美伊衝突結束後，美債殖利率有望呈下降趨勢，殖利率曲線將趨陡。隨著油價往戰前水平邁進，物價壓力趨緩將縮減市場升息預期，並帶動各天期美債殖利率回落，此時由於市場升息預期收斂，2 年期美債殖利率將有機會下降至 3.80%-3.95%，不過考量美國就業近來斬露回穩跡象、且核心物價仍僵固，預期 10 年債殖利率僅會小幅回落至約 4.25%-4.40%，美債殖利率曲線將呈牛陡走勢(Bull-Steepen)。操作建議上，建議可以做多中長期美債，係因利率回落過程裡，較長之存續期間(Duration)將帶來較豐厚資本利得。

圖 95：隨著市場升息預期降低，將帶動美債殖利率回落

10 年期美債殖利率，百分比(左軸)；聯邦基金利率期貨市場預估未來 12 個月政策利率變動，基點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 96：預期 2H26 美債殖利率轉降，殖利率曲線趨陡

2 和 10 年期美債殖利率、聯邦基金利率，百分比



註：聯邦基金利率虛線部分係為市場預估；虛線箭頭部分為凱基預估。

資料來源：Bloomberg；凱基

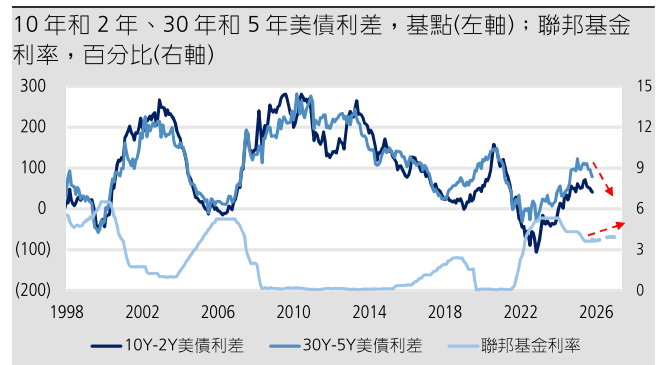
然而，由於美伊就關鍵核協議問題仍未有共識，若 2H26 美伊戰事重起，建議留意抗通膨債券(TIPS)和殖利率曲線平坦化交易(Flatfener)之投資價值。首先，抗通膨債券由於其本金隨物價指數調整之性質，可有效降低通膨上行中物價超出預期(Overshoot)之風險。另外，升息預期重啓下短天期美債殖利率升幅將超越中長天期，美債 Flatfener 將有亮眼表現；其中，2Y10Y、5Y30Y 美債 Flatfener 可透過同時做多 1 單位 10 年美債期貨和做空約 4.36 單位 2 年美債期貨、同時做多 1 單位 30 年美債期貨和做空約 3.99 單位 5 年美債期貨來組建，以達存續期間中立(Duration neutral)之效果。

圖 97：若美伊衝突重啓，可留意 TIPS 之投資價值



註：美國抗通膨債券(TIPS) 本金會隨著美國消費者物價指數(CPI)進行調整，藉以保護債券投資人實質購買力。
資料來源：Bloomberg；凱基整理

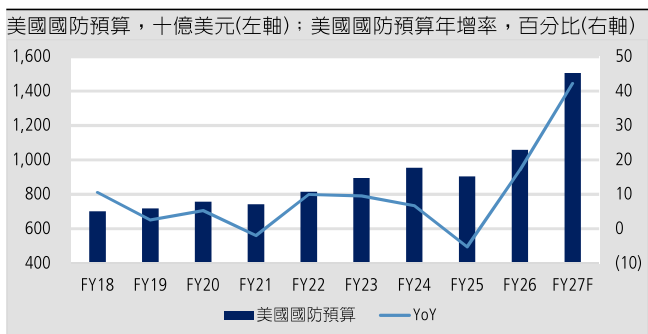
圖 98：殖利率曲線平坦化交易也是未來若美伊戰事再起之良好避險方式



註：聯邦基金利率虛線部分為市場預估佔值。
資料來源：Bloomberg；凱基整理

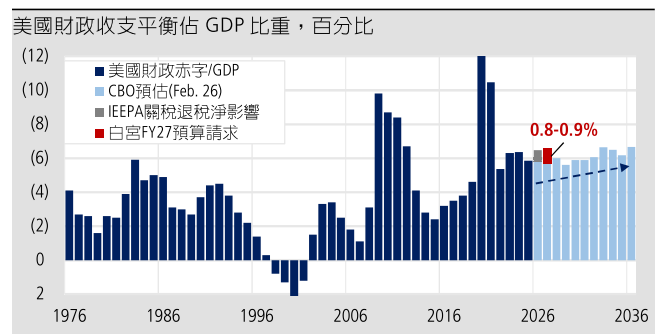
進到 2026 年底至 2027 年以後，凱基仍不推薦長期持有中長天期美債，並建議長線投資人持續關注美國債務紀律風險。美伊衝突使得美國軍費支出擴增，白宮財年 2027 請求之國防預算大幅上升，凱基估算恐導致財年 2027 財政赤字佔 GDP 上升 0.8 至 0.9 個百分點；並且，在社福、醫療、淨利息等支出持續增加且缺乏財政整頓下，美國未來將持續舉債，財政部也可能擴大美債發行規模。目前美國債務上限和國債總額分別為 41.1 和 39.2 兆美元，凱基推算若按照本財年度平均舉債速度，美國將可能在 1Q27 底再次觸及債務上限，屆時市場將重啓對美國債務紀律關注，並可能對長天期美債要求更高利率做為風險貼水，導致中長天期美債殖利率走高。

圖 99：白宮大舉增加 FY27 國防預算提案



註：財年 2027 為白宮提案金額；上述計算包含國防基礎預算授權、戰時特別預算、強制性國防支出等。
資料來源：The White House；凱基整理

圖 100：軍費預算擴增恐推升 FY27 財政赤字/GDP 約 0.8-0.9%



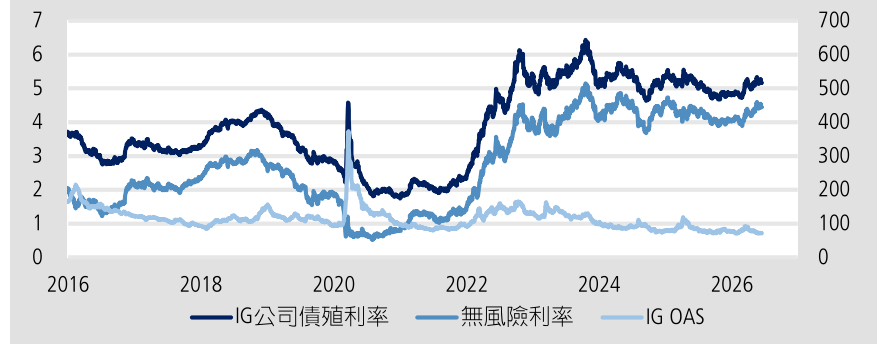
註：淺藍色預估為美國國會預算辦公室(CBO)於 2026 年 2 月發布之預估；灰色預估為美國最高法院宣判川普援引國際經濟緊急權力法(IEEPA)廢稅後美國政府退稅對財政赤字之淨影響，係為凱基內部估算；紅色預估係根據白宮財年 2027 年度預算提案。
資料來源：Bloomberg；國會預算辦公室(CBO)；The White House；凱基整理

(2)美國投資級公司債(IG)：良好基本面和低違約風險有利信用利差維持低位；建議佈局 A/A2 以下至 BBB/Baa2 級以上公司債，和風險調整後正利差之產業如銀行、科技、保險、公用事業、通訊

2Q26 以來美國投資等級(IG)公司債平均信用利差(OAS)大致呈現收窄，並接近歷史低位，係因金融市場風險情緒高漲、且美國景氣維持韌性下企業整體基本面表現亮眼；目前，美國投資等級公司債平均信用利差約落在 2000 年以來第 0.3 個歷史百分位數。

圖 101：2Q26 以來美國 IG 公司債信用利差持續收窄

美國投資等級公司債殖利率、對應無風險利率，百分比(左軸)；美國投資等級公司債選擇權調整後信用利差(OAS)，基點(右軸)

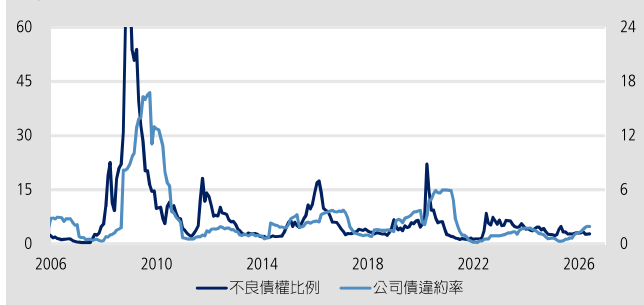


資料來源：Bloomberg；凱基整理

除上述因素外，低違約風險和美國公私部門債務紀律分歧也是信用利差得以維持歷史低點之主因。目前美國公司債違約率僅低個位數百分比，違約風險相當低，且違約率之領先指標不良債權(Distressed Debt)比率於 2H25 後再度下降，預示違約率未來有望進一步走低；此外，疫情來美國財政紀律惡化，而企業多降低槓桿經營，使得美國公私部門債務紀律分歧，而信用利差本質為企業和政府之借貸成本差異，債信此消彼漲下利差自然走低，考量前段對美國財政之分析，未來這個趨勢仍會持續。因此，在違約風險降低且公私債務紀律分化下，預期美國公司債信用利差未來仍有望維持歷史低位。

圖 102：不良債權率下降預示未來違約率有望走低

美國公司債不良債權比例，百分比(左軸)；美國公司債違約率，百分比(右軸)

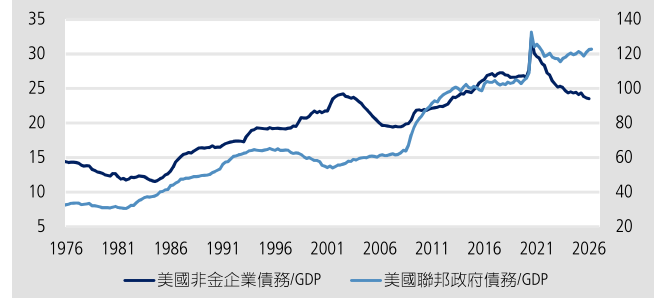


註：不良債權(Distressed Debt)是指因無法收回或僅能收回少量款項而面臨償還困難的債權；公司債違約率係採票面價值統計。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 103：美國公私部門債務紀律明顯分歧

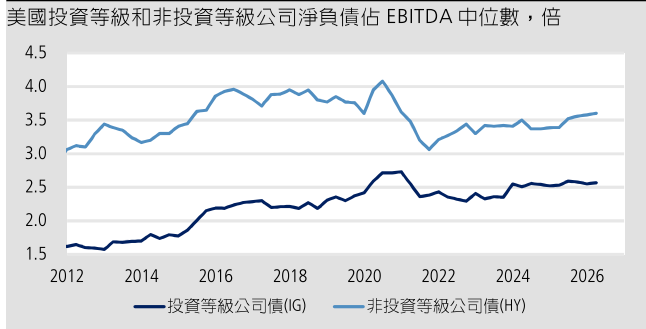
美國非金企業債務佔 GDP 比例，百分比(左軸)；美國聯邦政府債務佔 GDP 比例，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

未來在美國信用市場裡，我們仍較推薦投資等級(IG)公司債，主因財務槓桿控制和信評趨勢表現均優於非投資等級(HY)公司債。美國 IG 公司近幾季不論在財務槓桿或利潤控制上皆表現良好，反觀美國 HY 公司則見到財務槓桿上升、利潤率放緩等問題；另外，美國 IG 公司信用品質亦較優，近幾季獲升評之公司家數明顯超過被降評之家數，信評趨勢良好。

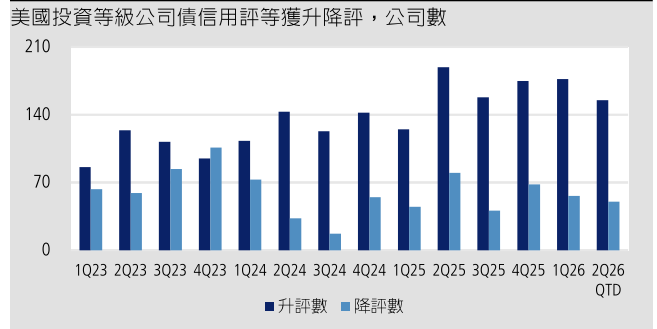
圖 104：IG 公司債近幾季財務槓桿控制較良好



註：淨負債為總負債扣除現金和約當現金。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 105：IG 公司債整體信用品質穩健



註：升降評公司數係統計 Moody's、S&P Global 與 Fitch 三家信評機構。

資料來源：Bloomberg；凱基

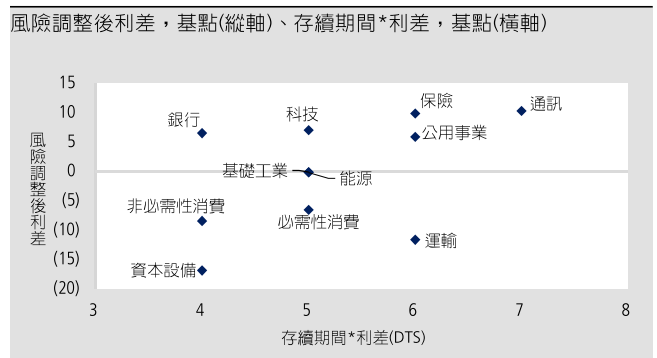
產業選擇上，建議可以挑選風險調整後正利差的產業，包含銀行、科技、保險、公用事業、通訊等產業。其中，公用事業裡較推薦綜合型電力和輸配電型公用事業，係考量其較優良之利潤率、償債能力和槓桿控制；此外，美國大型銀行財物體質表現穩健，近幾季資本適足和流動性維持良好，再者近幾季美國大銀行放款成長加速且壞帳率維持低位，未來獲利尤有提升空間。信評選擇上，考量未來美國公司債違約率將維持低檔，建議可以往 A/A2 以下至 BBB/Baa2 以上之投資等級公司債去布局，以賺取更高殖利率收益。

圖 106：儘管 IG 各產業信用利差均處於歷史低位，但以殖利率絕對水平來看仍具吸引力



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 107：IG 公司債建議選擇風險調整後正利差產業，包含銀行、科技、保險、公用事業、通訊等



註：風險調整利差係根據財務基本面和利差水平計算而得，顯示該產業相對 IG 整體之投資價值。

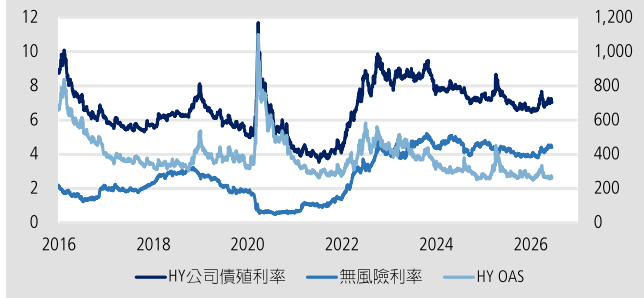
資料來源：Bloomberg；凱基

(3)美國非投資級公司債(HY)：末端班企業信用緊縮明顯，建議避開CCC/Caa 級或以下公司債投資

由於金融市場風險偏好維持高位，且美國公司債整體違約風險低，使得2Q26 以來美國非投資等級(HY)公司債平均信用利差(OAS)再度收窄至歷史低位；當前 HY 平均信用利差約處於 2000 年來第 0.6 個百分位數。然而，HY 自 2023 年來遭降評公司數皆超越獲升評公司數，顯示美國 HY 偏低的信用利差背後並沒有如 IG 一般厚實的信用基本面做支持。

圖 108：2Q26 以來美國 HY 公司債信用利差大致維持收窄

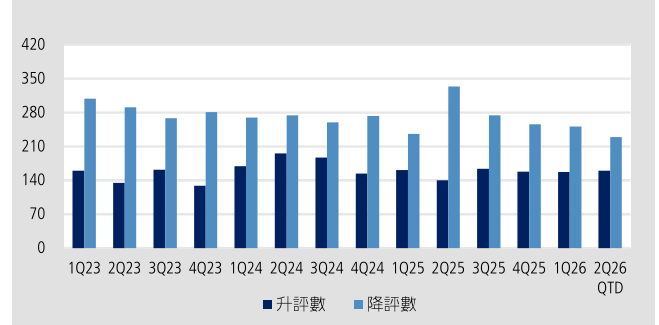
美國非投資等級公司債殖利率、對應無風險利率，百分比(左軸)；美國非投資等級公司債選擇權調整後信用利差(OAS)，基點(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 109：HY 遭降評公司數持續超過獲升評公司數

美國非投資等級公司債信用評等升降評，公司數



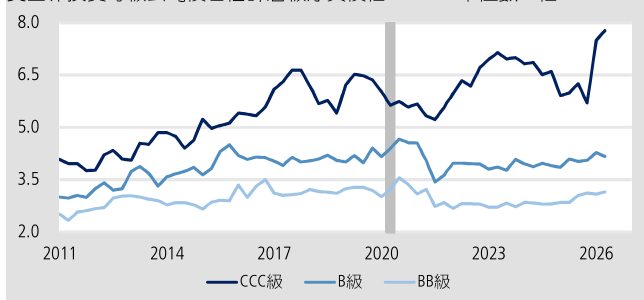
註：升降評公司數係統計 Moody's、S&P Global 與 Fitch 三家信評機構。

資料來源：Bloomberg；凱基

2H26 中，仍建議避開信評 CCC/Caa 級或以下公司債相關投資，美國信評 CCC/Caa 級企業不僅財務槓桿近幾季加速惡化，利息保障倍數中位數也已連續九個季度低於 1.0，顯示償債能力明顯不足；值得注意的是，近幾季 B/B 級財務槓桿和償債能力也表現退步，未來須留意信評末段班企業債信惡化之問題是否往上擴散到 B/B 級企業。

圖 110：CCC/Caa 級以下公司財務槓桿惡化明顯

美國非投資等級公司債各信評層級淨負債佔 EBITDA 中位數，倍

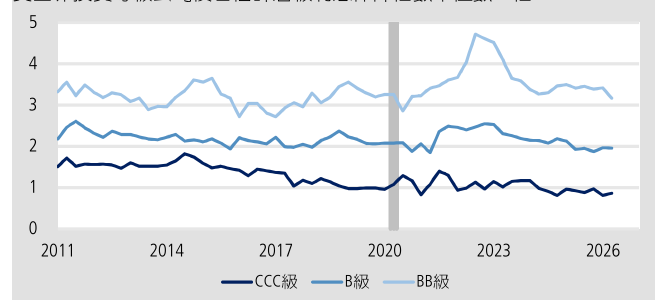


註：灰色區塊為經濟衰退時期。

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 111：CCC/Caa 級以下公司償債能力亦顯著不足

美國非投資等級公司債各信評層級利息保障倍數中位數，倍



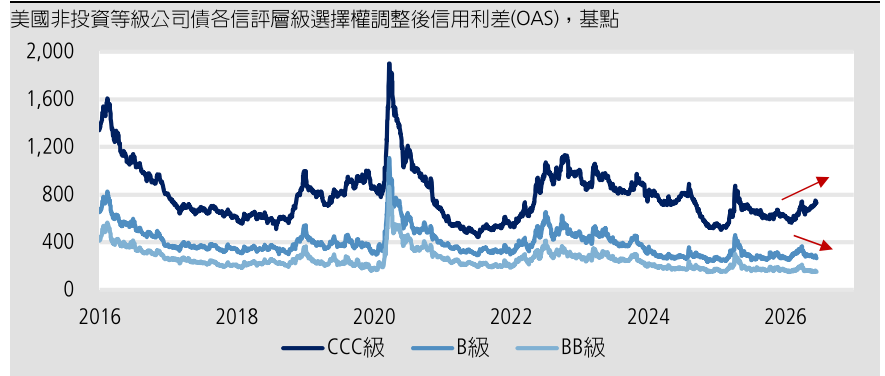
註：灰色區塊為經濟衰退時期。

資料來源：Bloomberg；凱基

美國信評末端班企業不僅債信惡化，還面臨信用環境趨緊之困境；今年來 CCC/Caa 級公司債信用利差呈現擴大趨勢，和 HY 市場中其他信評層級之公司債利差表現背離，背後不僅反映前述財務體質之惡化，也受到今年來各大私募信貸基金爆發贖回限制導致市場對底層信用擔憂加劇之影響。目前美國銀行體系仍有足夠資本因應私募信貸風險，且 Fed 今年金融穩定報告指出私募信貸風險仍屬可控，前十大商業發展公司(BDCs)當前擁有足夠銀行授信額

度和資金因應至少三個季度的 5% 贖回；然而，Fed 亦示警若後續贖回潮和投資信心不足問題持續，信用較差之借款者信用環境將更趨緊縮。

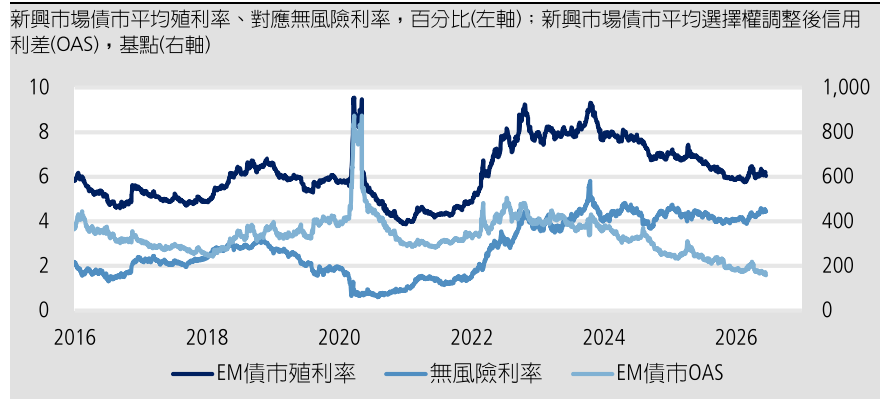
圖 112：未來宜留意美國末端班企業信用風險



(4)新興市場(EM)債市：預期 2H26 物價壓力降低有利新興債市，可關注通膨較低、且為投資等級和信用展望穩健之國家如印度與中國

近期隨著新興市場匯市波動度有所降低，加上金融市場風險偏好維持高檔，國際資金再度流往新興市場追求更高殖利率收益，帶動新興市場債市平均信用利差(OAS)持續今年來之收窄趨勢。

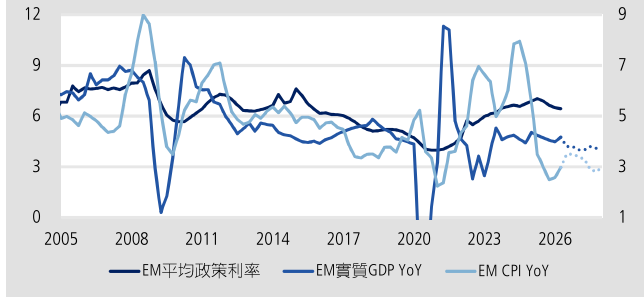
圖 113：2Q26 以來 EM 債市信用利差持續收窄



預期 2H26 新興市場通膨有望因美伊衝突結束而趨緩，物價壓力減輕將有助於帶動新興市場債券殖利率走降；國家選擇上，建議可以關注通膨降至央行政策目標區間下緣之國家，並從中挑出投資等級且信用展望穩健者，包含印度(信評：Baa3/BBB/BBB-；信用展望：穩定/穩定/穩定；10 年期公債殖利率：6.88%)和中國(信評：A1/A+/A；信用展望：穩定/穩定/穩定；10 年期公債殖利率：1.75%)之債券投資機會，這兩個國家未來在經濟成長動能放緩、物價壓力減輕之下，降息循環有望延續。

圖 114：預期 EMs 下半年通膨壓力下降，經濟溫和放緩

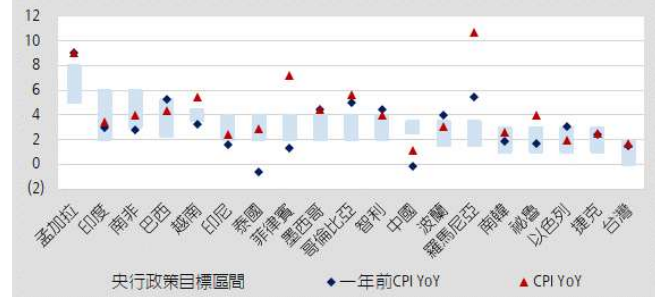
新興市場平均政策利率、平均實質 GDP 年增率，百分比(左軸)；新興市場平均 CPI 年增率，百分比(右軸)



註：虛線部分為市場預估值。
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 115：新興債市可從物價壓力較低之國家中，挑選投資等級且信用展望穩健者

主要新興市場國家央行通膨目標區間、一年前 CPI 物價年增率、近一個月 CPI 物價年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

匯市：下半年美元可能呈高檔震盪，人民幣相對穩健，日元或有表現空間

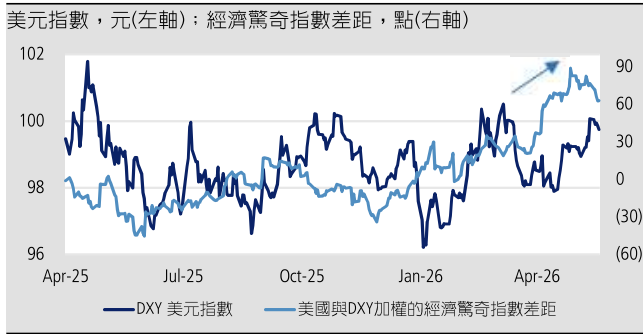
(1)美元指數：因經濟表現強勁與通膨高漲，市場對年底有升息預期，但若原油價格回落，美元可能以高檔震盪為主

美國在中東衝突後經濟表現相對良好，一方面美國近年已成為原油淨出口國，油價飆漲對美國經濟傷害相對有限，另一方面，企業擔心荷姆茲海峽封鎖可能造成供應鏈斷供，反而出現提前拉貨潮，美國標普製造業 PMI 和整體美國的經濟驚奇指數相對其他主要國家表現較佳。不過通膨方面仍受到原物料飆漲影響，除了能源成本大漲外，也開始外溢至服務項目，其中貿易服務通膨漲幅最大，倉儲與運輸成本也明顯拉升。

展望下半年，如我們之前預期今年第二季通膨走揚，縮窄聯準會降息預期，支撐美元高檔偏強震盪，而美伊衝突大幅加劇通膨的走揚力道，聯準會內部已有更多委員提及對通膨的擔憂，市場對今年聯準會的預期已由降息大幅反轉，改為年底可能被迫升息。我們觀察經濟未來三個面向，(1)通膨部分：除了取決於荷姆茲海峽開放程度與油價高低外，受 AI 需求強勁帶動下，股市創高與電子產品報價飆升，投組費用與電子產品(如記憶體)價格大漲皆提供通膨動力，3 月與 4 月 PCE 核心通膨中的投組費用與電腦軟體與配件通膨連二個月走揚，其中電腦軟體與配件分項由去年底至今年 4 月的年化增幅超過 70%，而該分項過去 25 年平均是年減 5.3%，另外房市價格雖面臨貸款利率偏高壓抑需求，但供給也出現下降，房價略有企穩跡象，整體通膨仍有不小的上行風險；(2)就業部分：有明顯改善，5 月非農就業增加 17.2 萬人大幅優於預期，且修正後的非農就業人數連三個月維持 15 萬人之上，4 月聯準會根據移民驟減後的數據來估算，預估 2026 年下半年每月新增就業的 breakeven 人數不超過 1 萬人，為過去 65 年來最低，表示目前的非農新增就業人數絕對值看似比過去歷史略低，但以最新 breakeven 的角度來看已是高於 90% 信賴區間上緣的表現，另外初請與續請失業金人數也保持穩定，就業有望比市場預期來的強勁；(3)聯準會態度：6 月利率會議如市場預期維持利率不變，但下修今年經濟增長率由 2.4% 至 2.2%，大幅上修今年 PCE 通膨由 2.7% 至 3.6%，核心 PCE 通膨也由 2.7% 上修至 3.3%，點陣圖今年中位數利率預期也由 3.4% 上調至 3.8%，會後聲明大幅精簡並刪除了偏向降息的措詞，新任聯準會主席 Warsh 表示自己未遞交點陣圖，並預計未來降低點陣圖與前瞻指引重要性，另外宣佈成立五大工作小組(溝通、資產負債表、經濟數據來源、生產力與就業和通膨目標與貨幣政策框架)，整體利率預期相較之前鷹派，會後美元指數也升值 1% 突破 100 元關卡，下半年美國與其他國家的利差可能相對之前偏高。

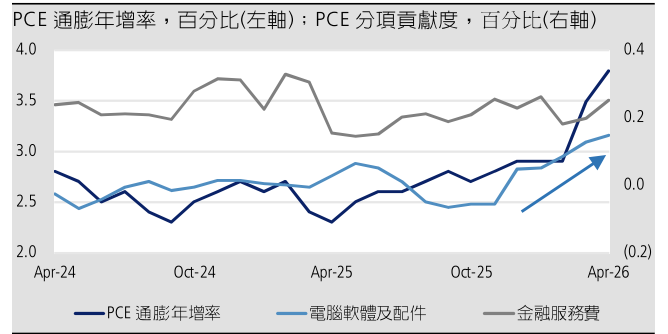
所以整體來看，美國通膨相對有撐，經濟相對強勁，利差也相對之前擴大，美元下半年初可能維持偏強震盪，但最近已傳出美伊達成和平備忘錄，布蘭特油價回落至 80 元附近，下半年若油價持續回落，通膨有望緩解，美元上方空間也將受限或出現漲多拉回，但若中東衝突再起油價反彈，美元將維持偏強走勢。

圖 116：中東衝突原油飆漲下，美國經濟相對其他主要國家表現強勁



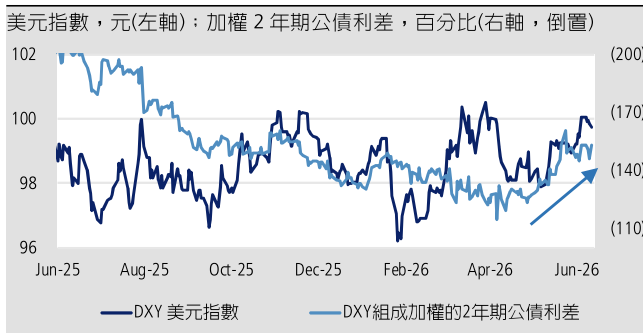
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 117：儘管油價略有回落，但 PCE 通膨中的電腦軟體與金融服務近期表現強勁



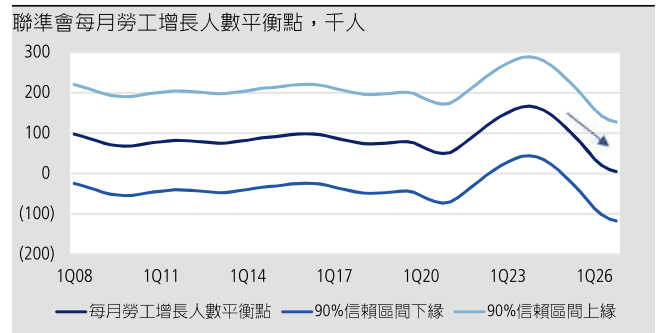
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 118：DXY 美元指數與其組成加權貨幣的 2 年期公債利差近期再度轉為擴大，支撐美元偏強



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 119：聯準會根據移民驟減後，估計下半年每月新增勞工平衡點人數低於 1 萬人，目前非農就業數據相對強勁



資料來源：Bloomberg；凱基

(2) 歐元：ECB 升息後言論偏保守，市場升息預期縮減，油價能否走低仍是影響歐元關鍵

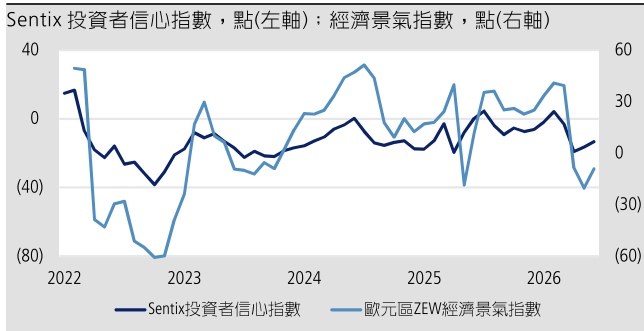
5 月中東衝突略有趨緩，美伊雙方進入停火談判，歐元區 5 月 ZEW 經濟景氣指數由 -20.4 反彈至 -9.1，6 月 Sentix 投資者信心指數由 -16.4 上升至 -13.4，市場信心未進一步惡化但仍處低迷。歐元區受到原油等原物料影響，生產者通膨 PPI 年增率由 2 月的 -3% 急速上升至 5 月的 +4.9%，CPI 也由 2 月的 1.9% 上揚至 5 月的 3.2%，能源價格飆升 11%，但與原油上漲幅度相比較小，主要是歐元區各國啟動汽油與燃料等減稅措施，核心通膨率僅小幅上升至 2.5%，但整體通膨壓力仍不小。5 月歐元區製造業 PMI 回落至 51.6，之前企業擔心供應鏈因中東衝突斷供而提前拉貨的情況也趨緩，未能進一步提供製造業支撐；服務業 PMI 進一步萎縮至 46.4，價格高漲迫使服務業信心疲弱，商業活動顯著下降，也是自 2021 年初以來首度出現裁員，整體經濟受地緣政治衝擊明顯。

ECB 6 月利率會議如市場預期升息一碼至 2.25%，並上調 2026 年平均通膨預期由 2.6% 至 3%，以及 2027 年平均通膨預期由 2% 至 2.3%，核心通膨預期也小幅往上修正，同時下調 2026 年經濟成長預期由 0.9% 降至 0.8%，以及 2027 年由 1.3% 降至 1.2%。總裁拉加德表示認為主要風險來自通膨進一步走揚，短期通膨預期上升，長期通膨相對穩定，也未看到工資相關的二輪效應，暗示對目前的通膨看法偏向短期衝擊。但同時提到經濟放緩的風險，尤其是服務業因價格高漲，消費動能疲弱，開始看到能源衝擊往整個經

濟擴散，未來升息速度可能不如市場之前預期來的強烈；有消息也指出央行內部人士認為除非 7 月布蘭特油價再度突破 100 美元，不然可能按兵不動，9 月再視情況而定。

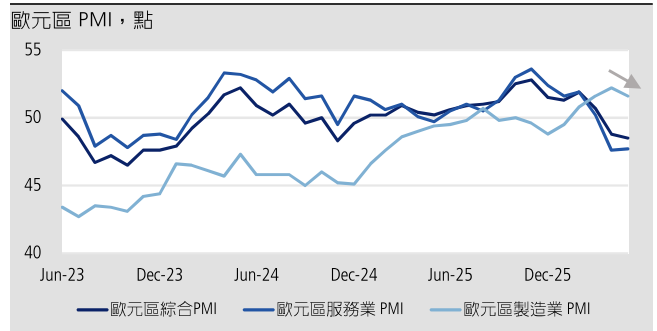
展望下半年，歐元區為相對依賴原油等原物料的區域，歷史上在遭遇供給面通膨時，初期可能因提前拉貨而使經濟短暫擴張，但隨著時間拉長，通膨若持續上揚，製造業 PMI 將轉為下降趨勢，目前 PMI 走勢也符合歷史軌跡，未來一段時間經濟可能偏向疲軟，歐元下半年初將持續承壓，但目前傳出美伊簽署 60 天和平備忘錄，布蘭特原油大幅回落至 82 元，歐元區一年期通膨交換率已快速與美國一年期通膨交換率收斂，近期歐元區通膨壓力有望稍作緩解，未來美伊也將就協議細節談判，荷姆茲海峽開放後仍需時間復原，且以色列似乎不願配合從黎巴嫩撤軍，地緣政治風險雖大幅下降但仍有變數，若油價能持續回檔，歐元才有望進一反彈。

圖 120：中東衝突緩解，歐元區投資者信心與經濟景氣信心止跌緩步回溫



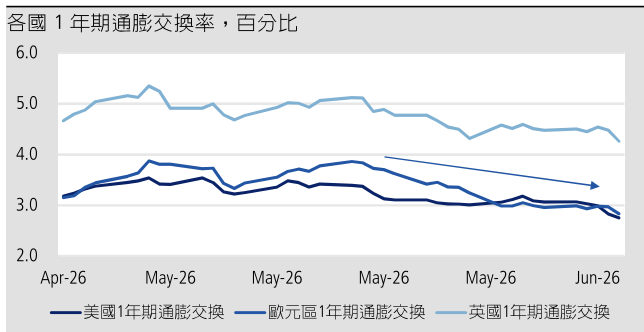
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 121：製造業 PMI 因提前拉貨潮放緩而開始降溫，服務業 PMI 受通膨與成本上升影響而明顯走弱



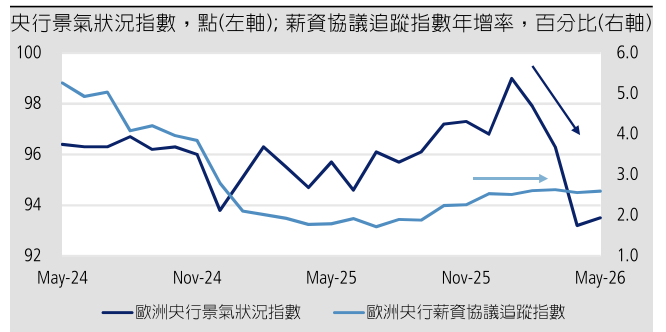
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 122：歐元區通膨預期在近期原油拉回下，已快速往下與美國通膨收斂差距



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 123：央行景氣狀況指數快速下降後略有止穩，且薪資年增率仍緩和，未出現第二輪通膨跡象



資料來源：Bloomberg；凱基

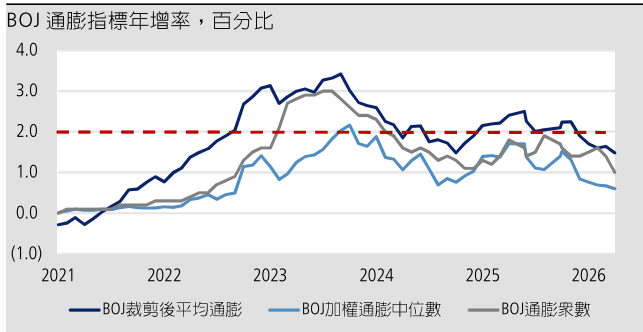
(3) 日元：央行升息的同時對經濟擔憂略有趨緩，政府仍有可能出手第二輪干預阻貶，日元或有反彈升值空間

日本政府於今年 4 月底黃金週突襲式干預日元貶值，回顧日本政府近年二次干預阻貶是在 2022 年與 2024 年，二次干預初期雖使日元短線急升，但當下貶值的背景因素仍在，日元皆出現明顯回貶，而迫使政府再次出手干預，根據財務省公佈今年 4 月底干預日元的金額約 11.7 兆日元，與 2024 年第一次干預的金額相當，而 2024 年共二次干預的金額總合約 15.3 兆日元，表示目前仍有干預空間，近期公佈 5 月外匯存底顯示日本持有的外國證券較 4 月下降 756 億美元，外幣存款則未明顯波動，日本央行可能通過出售美國資產(其中外國證券主要以美債為主)，為干預匯率籌措資金，也部分導致美債利率走揚。

日本 4 月 PPI 生產面通膨年增率大幅跳升至 4.9%，但政府傾向以強力補貼的方式應對短期供給面的通膨，3-4 月全國通膨數據已因補貼而呈現被壓制情況，5 月東京核心通膨甚至往下掉至 1.3%，價格的持平也刺激 3-4 月零售銷售回升，今年薪資春鬥結果維持在 5% 上方，也帶動勞動現金收入增速與家庭支出回升，而若下半年通膨隨著生產端持續擴散到消費端，即使有政府補貼也無法完全抵銷消費端通膨上揚，今年日本央行也為了反映更貼近實際情況的通膨，新增三項扣除政策因素的新通膨指標，其中有兩項站穩 2%，讓日本央行更能有升息空間。

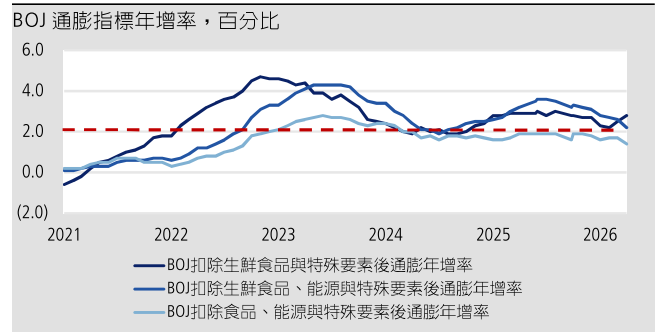
6 月央行利率會議如市場預期升息一碼至 1%，為 31 年來最高水平，為改善長債流動性，自明年 4 月暫停每月縮減購債 2000 億元，並稱與前段時間相比，經濟顯著放緩的風險似乎有所下降，主要是因為政府各項強力補貼措施提供支撐，但同時也正因如此 CPI 通膨被控制在 2% 下方，不過考慮到中長期通膨預期也持續上升，基礎通膨存在上行至 2% 上方的風險，故未來將依經濟和價格發展，繼續提高政策利率並調整貨幣寬鬆程度，大致上皆符合市場預期，但至少提及地緣政治風險的經濟衝擊較之前減緩，且央行副總裁內田真一表示升息決定與政府的經濟政策一致，或暗示升息決定未受到來自政府的阻力，市場維持預期年底還有一碼的升息空間，而日元若在 160 元上方進一步貶值，政府仍很有可能進場干預阻貶，故下半年貶值空間有限，CFTC 日元投機空單倉位也來到 14 萬口，也愈來愈接近 2024 年 7 月政府第二次出手阻貶時的 18 萬口空單，搭配未來通膨若隨油價下跌降溫，美日利差縮窄，日元或有相對較多的升值空間，以逢低偏多操作為主。

圖 124：日本央行舊版三項通膨指標均回到 2% 之下，為考量因政府強力補貼與減稅而造成通膨低估，發布新版三項新通膨指標



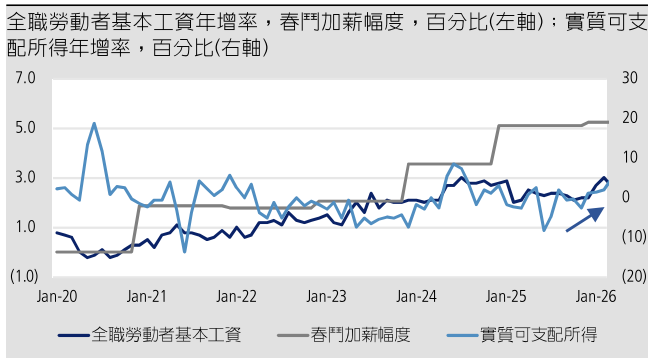
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 125：日本央行新版三項通膨指標在扣除政府補貼與減稅等特殊要素後，通膨大致在 2% 附近徘徊



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 126：日今年春鬥加薪幅度與去年大致持平，加上通膨因政府強力補貼而被壓抑，實質可支配所得持續改善



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 127：BOJ 今年 4 月於日元 160 元上方出手阻貶，目前匯率再度回到 160 元上方，若進一步貶值可能觸發央行再度出手干預



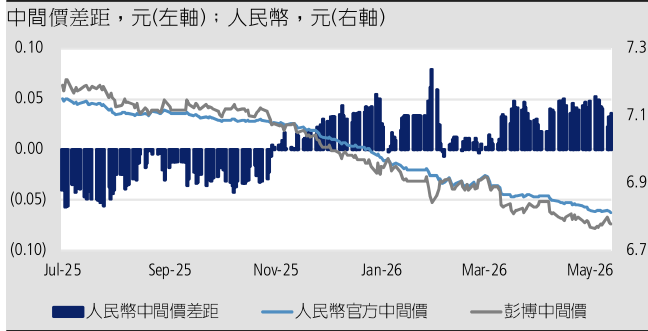
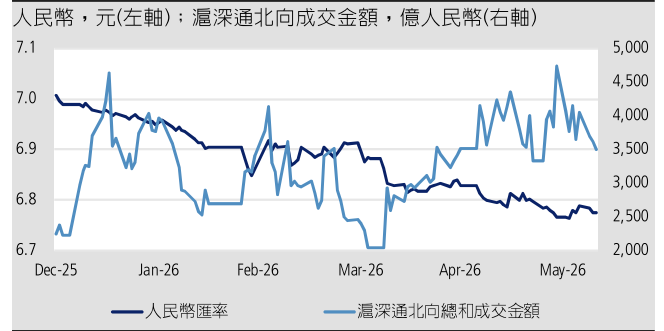
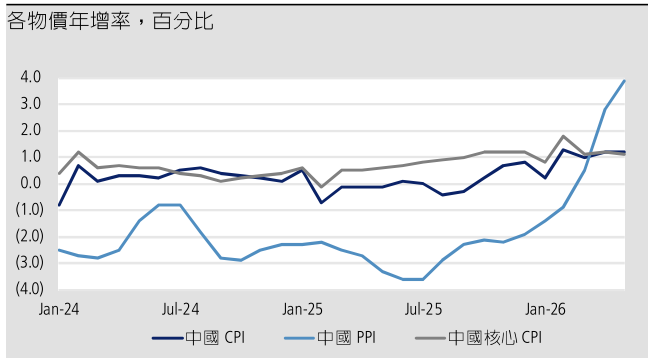
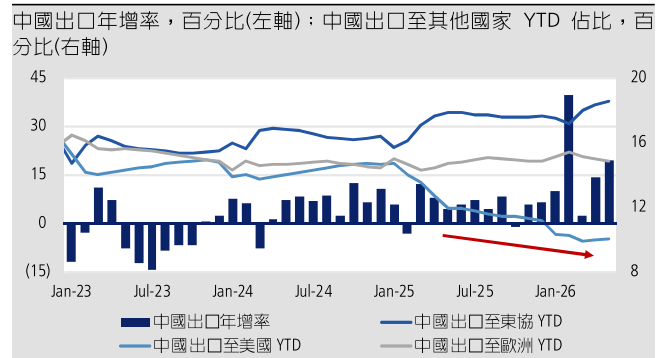
資料來源：Bloomberg；凱基

(4) 人民幣：中國出口仍強勁，政府持續引導資金回流，人民幣有望持續偏強整理

中國通膨也受原物料高漲影響，5 月 CPI 年增率升至 1.2%，主要是交通成本明顯上升 5.4%，受能源價格上漲與供應鏈擔憂，另外核心 CPI 也來到 1.1%，5 月 PPI 通膨大幅跳升至 3.9%，為 2022 年 7 月以來最快速增長。而在年節過後內需回歸疲軟，5 月社會消費品零售年減 0.6%，為 2022 年 12 月以來最弱，因 3 月美伊衝突爆發油價飆升抑制消費者需求，汽車銷售暴跌 15%，家用電器與建築材料等也大幅下降，5 月規模以上工業增加值年增 4.5%，高於預期的 4.3% 與前值的 4.1%，但增長速度仍相對之前偏低，之前因美伊衝突而提前拉貨的力道已明顯放緩，5 月迄今城鎮固定資產投資年減 4.1%，低於預期的年減 2% 與前值的年減 1.6%，房地產投資持續下降，基礎設施和製造業投資的增幅也有所減少，4 月中國 70 大城市新房價年減 3.5%，為連續第 34 個月收縮，人行維持 LPR 不變近一年，LPR 不進一步調降，對房地產市場的支撐有限。

雖然內需疲軟，但出口仍表現亮眼，今年 5 月累積出口達 1.71 兆美元，年增率達 15.5%，這也讓出口商持有龐大的外匯，在中國官方的引導下，出口商外匯結售匯相對之前積極，中國股市北向資金成交金額也維持相對活躍，另外中國政府持續推動人民幣跨境支付系統(CIPS)，3 月日均交易額達人民

幣 9,205 億元，持續朝擺脫對 SWIFT 依賴的道路前進，在官方多方面的引導資金回流下，人民幣下半年有望維持偏強，但同時也不希望升值過快而抑制出口表現，政府將適時用中間價來調節人民幣升值速度。

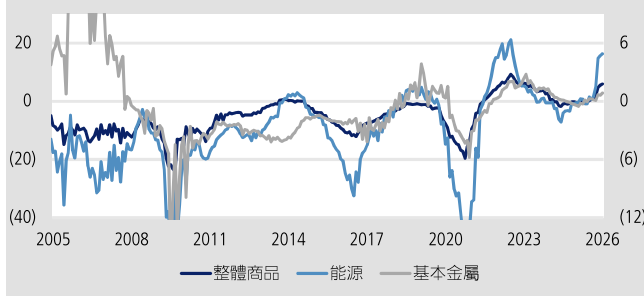
圖 128：中國官方透過中間價調控並引導人民幣偏溫和升值

圖 129：中國股市北向資金相對之前活絡，提供人民幣支撐

圖 130：中國通膨由低檔緩步回升，中國人行不急於進一步寬鬆

圖 131：中國對美出口降低，對東協與歐盟出口增加，且今年受惠 AI 需求強勁，出口增長明顯擴大


商品：戰爭最差時刻已過，油市焦點由供應轉向需求；銅市長期供需結構清晰，留意美國銅關稅；降息週期或已結束，黃金承壓

截至 06/15，美伊戰爭正朝和平之路邁進，美國總統川普表示已與伊朗達成暫時的 14 點諒解備忘錄，該備忘錄同獲得伊朗方證實，布蘭特原油從今年高點 115 美元回落至 85 美元，跌幅達 26%。不過即便如此，2Q26 以來彭博商品指數也僅下跌 4.3%，能源指數下跌 5.5%，工業金屬指數逆勢上漲 7.9%，這樣的韌性來自整體大宗商品基本面的改變，正的展期收益率彌補了純粹商品價格的變化，而正的展期收益率最直接的原因也就是商品的供不應求基本面，除了供應端的衝擊(荷姆茲海峽中斷)之外，景氣復甦帶動的需求成長也是大宗商品指數上揚的原因，觀察美國製造業銷貨年增率從今年以來便加速上行，從去年底 3.4% 上升至 7.1%，而庫存僅略微上升至 2%，以典型的庫存循環來看，整體製造業正處於復甦週期，銷售已率先復甦，而庫存增量還未跟上需求。凱基預計即便荷姆茲海峽重啟，考量製造業景氣的延續復甦，料對大宗原物料價格仍有一定支撐。

圖 132：歷經 22-25 年的下行後，展期收益率已重新向上

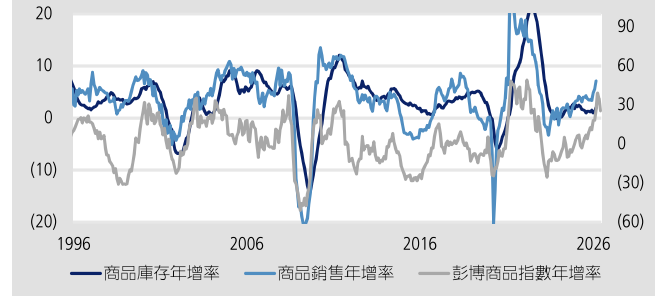
商品、能源一年期展期收益率，百分比(左軸)；基本金屬一年期展期收益率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 133：美國製造業的復甦，帶動商品價格成長

美國製造業實質銷售與庫存年增率，百分比(左軸)；彭博商品指數年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

對於 2H26 大宗原物料的投資展望，凱基預計在 AI 資本支出驅動的製造業上升循環下，勞動市場與通膨的上揚，銅將為下半年主要配置標的；而黃金在這一景氣背景下表現將相對遜色，某一方面也是考量 Fed 降息循環已經結束；能源則因供應緩解與南美洲、阿拉伯聯合大公國的擴產，在海峽短期有望開通的前提下，油市重回供應過剩的故事。

(1) 能源：戰爭最差時刻已過，油市焦點由供應轉向需求

隨著美伊雙方朝局勢緩和的方向發展，回顧凱基於 2Q26 展望提出的三種預估路徑，(1) 戰爭升級，油田破壞，油價長期處於 120 美元/桶上方，(2) 戰爭持續，但雙方僵持不下，油價處 90 美元/桶徘徊，(3) 局勢明朗，油價重回 70 美元/桶上方。當時凱基預估機率較高的情況為路徑(3)，而現在來看，地緣政治局勢確實是朝我們第二季預估的方向走，不過僵持的時間稍微比凱基預估的來的久一些(當時預計 5 月底前戰爭便會落幕)，但這對原油長期基本面影響不大，因為核心的油田設施並沒有再遭受更多的損害。

我們假設下半年中東石油供應緩解，全球石油供應有望恢復，加上阿拉伯聯合大公國退出 OPEC 組織以及南美洲地區產量的增加，供應問題應有望得到緩解。而需求部分，隨著油價的回落，過去因高油價而抑制的亞洲需求可能重新回歸，且當前正值美國暑期用油旺季，加上前文提及的製造業週期正在復甦，未來的油市走向將由需求主導。

我們認為在荷姆茲海峽解封之下，合理的油價區間落在 70-80 美元，而這個區間同時表明，2025 年與 2026 年初 50-60 美元價位的油價已成為過去式，這樣的想法基於當前全球的庫存已低於以往、製造業週期走向復甦，以及潛在的地緣政治風險溢價(美伊諒解備忘錄需於 60 日內達成最終核協議、川普中期選舉後可能重新對協議施壓等不確定性)。

圖 134：阿拉伯聯合大公國自身考量退出 OPEC，產能將不再受限；南美洲石油供應增量為所有地區之首

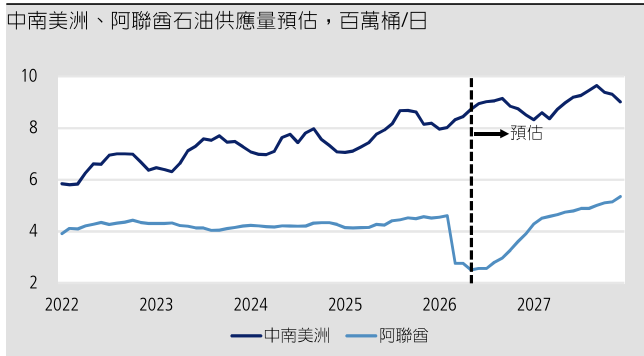
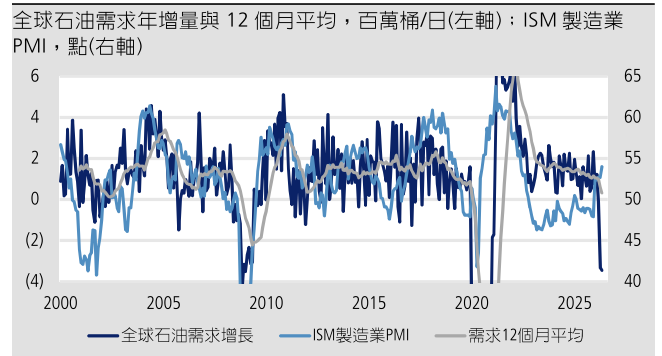


圖 135：石油需求與製造業週期相似，若油價回落，需求或隨製造業週期走強而回升



(2)工業金屬：長期供需結構清晰，留意美國銅關稅

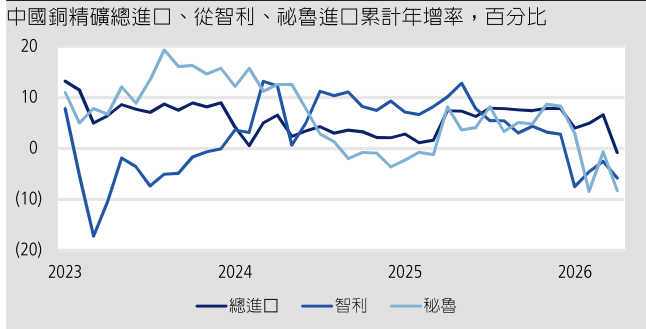
不僅是能源受到荷姆茲海峽中斷影響，硫磺亦是其中的受害者之一，自硫磺供應短缺以來，全球最大硫磺生產國的中國已於 5 月宣布出口管制，造成多國硫磺價格飆升，而硫磺亦是提煉基本金屬的重要原材料，該措施已然影響到智利、秘魯等精煉銅大國。中國國內銅精煉費用持續暴跌，加上進口量的下滑(由智利進口累計年增率已衰退 5.8%，秘魯衰退 8.3%，總進口量衰退 0.8%，創 2020 年底新低)，此外去年麥克莫蘭銅金(FCX)於印尼 Grasberg 銅礦場因天災而中斷生產後，因恢復進度不如預期，將 2026 年銅銷售指引下修 2 億磅(9 萬公噸)，產能恢復率從 85% 下修至 65%，多項數據都顯示目前全球銅礦供應面臨的難題，而這樣的難題至今仍未獲良好的改善。

需求面來看，AI 基礎建設浪潮與美國潛在關稅讓全球銅礦需求升溫，從電氣化、電網擴張與 AI 資料中心，這些新興的趨勢讓銅礦需求呈結構性攀升，IEA 亦重申至 2035 年全球銅市仍面臨 30% 的供應短缺；而短期一點看，全球製造業 PMI 已從 2024-2025 年底部出現明顯復甦，6 月指數已達 52.6，為 2022 年初新高，工業需求的復甦又進一步帶動銅礦需求。

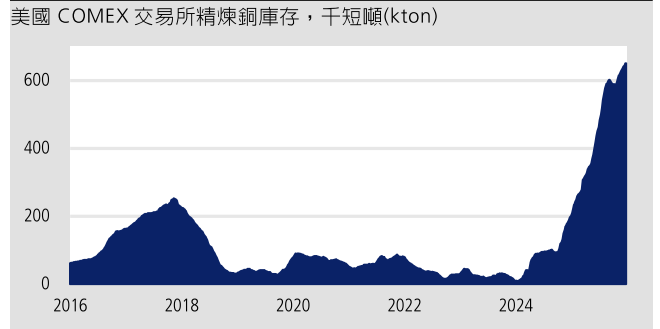
短期要留意的是美國可能再度調整進口精煉銅關稅，2026 年 6 月底前美國商務部長需提交美國銅市場報告，並交由總統決定是否對精煉銅課徵關稅，若不課徵則過往美國積累的銅庫存可能會被迫釋出，重回國際市場，庫存的

回升可能打壓銅價；反之，若確定課徵(於 2027 年 1 月 1 日起徵收 15%，2028 年升至 30%)則有望進一步帶動銅價上行。但無論關稅為何，只要基本面未發生轉變，便可將該事件理解為短期波動。

整體而言，銅礦在製造業復甦週期上、長期供需結構上都是原物料類別中相對正向的，故凱基仍看好銅礦之長期供需展望，短期需留意美國精煉銅關稅決議。

圖 136：中國主要兩大銅精礦進口國近期進口呈現衰退


資料來源：Bloomberg；凱基

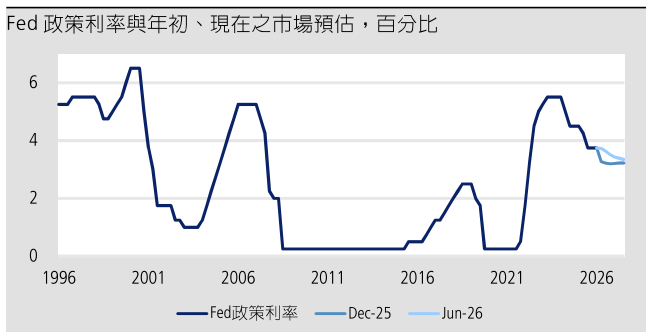
圖 137：美國銅關稅疑慮再起，留意北美銅庫存動向


資料來源：Bloomberg；凱基

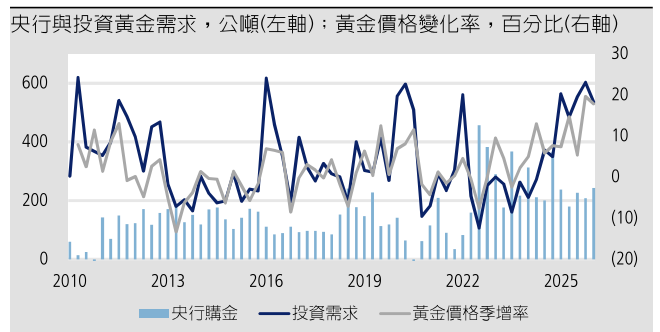
(3)黃金：降息週期或已結束，黃金中短期承壓

凱基認為隨著美國通膨的僵固以及勞動市場復甦，市場對 Fed 由年初降息 2 碼的預期已消失殆盡，甚至有轉向升息的聲音，再對應我們前文對景氣循環朝向復甦的方向，這都對黃金來說是不利的因素。

我們強調全球央行黃金儲備需求並未看見重大轉變，中國與其他新興市場央行對黃金的偏好仍然持續，但這是黃金更長期的故事。中期趨勢來說，Fed 貨幣政策、實質利率才為主導金價的關鍵，當持有黃金的機會成本上升、市場風險偏好回溫下，我們預計 2H26 金價仍相對震盪。4,000 美元的金價以長期來說相對吸引人，不過要在年內看到金價突破歷史新高的可能性較低，黃金的基本面已發生改變，我們建議投資人以更長期的角度布局較為合適。

圖 138：Fed 貨幣政策方向可能面臨轉折點，不利黃金


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 139：2022 年以來央行購金需求未變，但短期投資需求才是主導金價走勢關鍵，而投資需求則受美元與利率影響


資料來源：Bloomberg；凱基

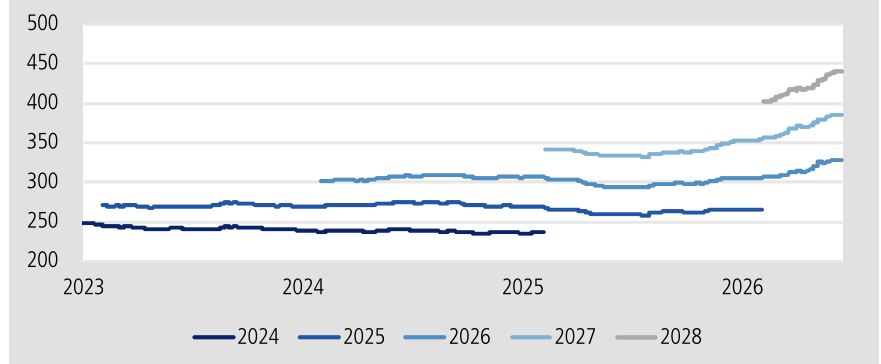
圖 140：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
7月	中國中央政治局會議	有機會提出原先預期2Q就會提出的經濟刺激措施
7/1	美墨加貿易協定到期聯合審查	聚焦汽車原產地規則(ROO)、鋼鋁熔鑄標準與勞動和規標準
7/7-8	第36屆北約峰會	聚焦美國政策轉變下的跨大西洋夥伴關係
7/22-23	ECB會議	高機率暫緩升息，關注央行總裁記者會上發言的立場
7/24	美國122條關稅條款到期	觀察301條款接續上路的影響，但估計影響逐漸被市場忽略
7/28-29	FOMC會議	對於年底是否升息將更為明朗，市場可能又出現騷動
7/30-31	BOJ會議	暫緩升息，公布最新的經濟&通膨預估報告
8月	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	觀察是否再次升息或繼續暫緩，藉以判斷ECB通膨與成長孰重的抉擇
9-15-16	FOMC會議	是否是Warsh第一次改變前瞻指引的提供方式、透明度出現變化，是市場關注焦點
9/17-18	BOJ會議	升息機率仍偏低，關注第四季是否再度升息的指引

資料來源：凱基整理

圖 141：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

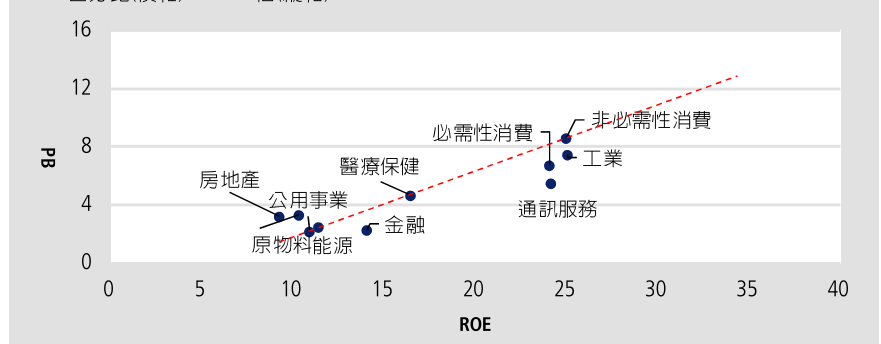
圖 142：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2026	2027
S&P 500	29.4	22.8	24.8	23.4	14.3	25.4	16.6
非必需性消費	40.5	5.0	3.2	14.9	(5.4)	14.1	13.6
必需性消費	7.9	5.1	6.8	7.4	7.5	6.8	7.5
能源	(0.8)	117.5	80.6	71.7	49.7	65.2	(7.8)
金融	24.0	6.4	2.7	9.1	6.9	114.0	10.8
醫療保健	(3.3)	(9.2)	9.2	15.5	19.7	2.6	19.3
工業	10.5	9.8	15.6	4.1	17.6	10.3	19.2
原物料	40.8	33.1	43.8	43.6	20.0	40.1	10.6
房地產	16.0	6.3	3.5	4.3	4.5	7.1	7.4
資訊科技	57.2	61.4	53.5	44.7	38.0	53.1	29.7
通訊服務	51.0	7.3	34.4	9.7	(20.4)	27.5	6.7
公用事業	15.7	11.7	7.5	16.6	0.1	11.1	9.5

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 143：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

圖 144 : 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				3.8			4.4			0.5					1.6	
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8	2.1		2.3			2.0					2.6	
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.7	2.7	2.9	3.0		2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	2.9	3.1	3.1	3.0		2.6	2.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.9
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	2.9	3.5	3.8	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.2	3.3	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.3	62.2	62.3	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.8
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.1	4.3	4.3	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	(20)	64	(70)	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	179	172
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	83	(187)	230	286		232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	(2)	140	13	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.35	1.36	1.34	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.49	
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.9	4.0	4.0	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.4	3.6	3.4	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	0.6	1.9	1.2	1.9	1.8	1.8	1.2	1.1	0.8	0.6	1.4	1.7
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	12.6	3.6	5.1	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	4.5	4.4	2.5	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	10.9	
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.38	1.37	1.37	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.31	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.57	1.56	1.56	1.56	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.50	
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.29	1.29	1.28	1.28	1.29	1.28	1.28	1.28	1.27	1.26	1.26	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	49.0	48.4	48.9	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.8	50.5	51.9	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	46.9	47.5	51.1	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.06)	(0.12)	(0.20)	(0.08)	0.01	(0.36)	(0.31)	(0.49)	(0.30)	(0.04)	0.12	0.09	(0.15)	0.14	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.0)	(3.5)	(3.5)	(3.3)	(3.3)	(3.7)	(3.9)	(3.7)	(3.3)	(3.1)	(1.7)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		9.5				6.5		5.3				8.1
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(28.6)				11.5		16.1				4.8	
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,399	1,400	1,347	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,413
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,379	1,432	1,291	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,392	1,177
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	665	648	698	714	652	757	723	576	641	663	622	
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.0	4.0	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	2.1	1.8	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.2	0.9	0.8		
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.5	2.6	2.8	2.4	2.5	2.2	1.6	2.2	2.6	2.1	2.1	
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.4	4.1	5.0	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	4.8	6.9
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	4.0	4.0	4.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.4	7.5
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.3	16.4	16.1	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1
	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	95.2	98.7	97.8	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	93.1
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	60.7	61.7	58.2	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(6.3)	(6.4)	(6.2)	(5.8)	(5.9)	(5.3)	(5.4)	(5.3)	(5.2)	(5.9)	(5.3)	(5.2)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.3)	(4.1)	(4.3)			(4.0)			(3.6)					
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	157.7	37.6	132.9	177.8	30.6	203.4	100.3	12.8	57.0	81.3		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.50	4.50	4.25	4.00	4.00	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	4.37	4.23	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	96.9	100.0	97.8	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 145：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3	7.7		8.4			13.0					14.6	
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.4	1.5	1.6	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8	1.2	1.7	2.2
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.5	1.7	1.8	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	20.6	20.1	15.2	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.2	
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	47.2	46.2	47.4	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1
	景氣對策燈號					綠	綠	綠	黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	29.0	29.0	31.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	39.0	
	景氣領先指標	YoY %	4.9	(3.3)	(1.7)	2.2	8.6	8.9	9.7	10.9	12.2	13.5	14.6	15.6	16.6	18.0	19.6	
	景氣同時指標	YoY %	8.8	(1.3)	(9.5)	3.0	16.7	16.9	17.3	17.9	18.8	19.7	20.6	21.4	21.9	22.2	22.4	
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	(2.9)	(3.6)	0.4	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	53.3	56.7	58.4	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	41.3	42.3	41.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3	60.6
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	12.1	14.4	16.8	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	33.7	42.0	33.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	17.2	20.4	29.5	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2	54.9
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	59.8	60.5	60.1	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	31.0	20.8	19.5	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	2.4	2.9	4.5	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	3.5	3.4	4.8	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	598.4	597.9	597.4	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1
	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	30.7	32.8	29.6	29.9	30.6	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	31.2	32.0	31.7	31.4

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 146：全球金融市場彙總

	最新價	月報酬(%)	季報酬(%)	年報酬(%)
全球股市				
MSCI ACWI指數	1,121.12	2.08	11.50	26.02
成熟市場股市				
MSC世界指數	4,805.51	1.39	10.69	23.24
美國S&P 500指數	7,420.10	0.23	12.01	24.06
歐洲STXE 600指數	639.31	4.78	6.92	18.32
英國FTSE 100指數	10,508.61	1.79	1.97	18.83
德國DAX指數	24,934.67	2.58	6.09	6.93
法國CAC 40指數	8,430.79	5.55	5.78	10.12
日經225指數	71,033.50	16.80	28.59	82.68
恆生指數	24,002.77	(6.51)	(7.77)	1.23
恆生中企指數	8,029.14	(6.62)	(9.13)	(6.57)
新興市場股市				
MSC新興市場指數	1,782.66	7.20	17.48	49.37
MSC新興亞洲指數	1,019.97	8.31	20.59	54.70
MSC新興歐非中東指數	273.26	3.83	5.91	24.29
MSC新興拉美指數	3,008.45	(1.09)	0.50	31.29
上證指數	4,109.23	(0.54)	1.14	21.26
深證指數	2,850.95	(0.40)	6.34	41.76
韓國KOSPI指數	8,915.66	18.62	50.47	199.97
台灣加權指數	46,395.82	13.46	35.07	107.53
印度孟買指數	77,155.62	2.44	0.59	(5.27)
俄羅斯RTS指數				
巴西BOVESPA指數	168,453.93	(4.82)	(6.23)	21.44
美國股市				
道瓊工業指數	51,492.55	3.64	11.40	22.10
那斯達克綜合指數	26,021.66	(0.26)	17.47	33.13
費城半導體指數	13,477.07	19.24	72.89	156.66
羅素2000指數	2,917.98	5.15	17.73	38.10
S&P 500指數期貨				
VIX指數	18.44	3.48	(26.50)	(8.44)
S&P 500非必須性消費指數	1,874.78	(2.97)	5.76	10.39
S&P 500必須性消費指數	932.29	(4.34)	0.82	5.35
S&P 500能源指數	829.61	(10.20)	(7.06)	23.95
S&P 500金融指數	896.97	4.35	10.55	7.61
S&P 500健康醫療指數	1,751.33	3.27	2.37	13.19
S&P 500工業指數	1,516.93	5.07	8.74	26.33
S&P 500科技指數	6,701.51	1.74	25.96	42.28
S&P 500原物料指數	649.83	3.10	6.85	18.89
S&P 500房地產指數	277.89	0.07	4.44	6.52
S&P 500通訊服務指數	464.67	(7.77)	5.33	28.62
S&P 500公用事業指數	449.25	0.99	(4.84)	10.49
中國股市				
滬深300指數	4,951.27	2.44	6.29	27.78
深成指	15,986.45	2.94	12.68	57.11
深中小指數	15,870.62	(2.28)	3.59	37.33
創業板指數	4,225.23	7.93	26.26	105.63
10年期公債殖利率				
美國	4.46	(2.75)	4.60	1.60
日本	2.63	(3.84)	18.57	80.83
德國	2.93	(7.58)	0.72	15.46
英國	4.75	(8.14)	1.21	4.42
投資等級債				
全球美元投資級債指數	325.76	1.11	1.04	5.31
高收益債				
全球	1,904.17	1.33	2.87	8.79
美國	2,966.03	0.93	2.00	7.00
歐洲	510.29	0.89	1.98	4.19
亞洲	207.36	1.32	2.57	9.90
新興市場債				
新興市場美元綜合債	1,413.58	1.76	2.32	9.09
新興市場主權債	468.80	2.37	2.89	11.01
新興市場公司債	327.93	0.84	1.76	6.41
外匯				
美元指數	100.28	1.10	0.19	1.39
EUR/USD	1.15	(1.20)	0.56	0.31
USD/JPY	160.65	(1.14)	(0.49)	(9.66)
GBP/USD	1.33	(0.92)	0.40	(0.83)
USD/CNY	6.77	0.52	1.81	6.27
USD/CHF	0.80	(1.82)	(0.71)	2.48
USD/KRW	1,524.70	(2.02)	(1.58)	(9.93)
USD/TWD	31.57	(0.03)	0.87	(6.45)
USD/CAD	1.41	(2.59)	(2.64)	(2.91)
AUD/USD	0.70	(1.88)	0.13	8.05
NZD/USD	0.58	(1.48)	(0.16)	(4.00)
USD/ZAR	16.34	1.42	3.99	10.19
原物料				
CRB指數	620.20	(0.14)	5.16	8.12
波羅的海指數	2,653.00	(14.20)	28.54	41.57
S&P/IGS能源指數	203.05	(23.36)	(10.25)	32.04
S&P/IGS工業金屬	278.57	(0.96)	6.93	34.38
S&P/IGS農糧	35.94	(7.27)	(4.19)	(9.91)
WTI原油期貨	76.79	(27.16)	(20.19)	2.61
WTI原油期貨	75.52	(30.50)	(21.59)	0.51
黃金期貨	4,320.72	(5.39)	(10.33)	28.23
黃金期貨	4,323.20	(5.15)	(11.70)	27.54
鐵礦砂期貨	748.50	(9.71)	(9.00)	
LME銅3個月期貨				
DDR 4 4G現貨	10.41	34.32	60.40	415.35
DDR 4 8G現貨	31.19	28.62	15.99	848.02
Nand Flash 256G現貨	10.77	0.00	(0.46)	495.03
Nand Flash 512G現貨	21.47	0.70	(6.53)	686.45

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	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	Yuanta/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
			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

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
			鉑金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
能源			工業金屬		
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	Kreanshares 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			

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有。