



全球配置-美股策略

焦點內容

1. 近期升息焦慮升溫，但綜觀歷史升息循環下股市表現並不差，股市快速下跌反而常在升息之前或之初因市場情緒不佳而出現
2. 美債殖利率快速上升對股市評價的影響比 Fed 升息更大，而對財測樂觀程度有所退卻也會推高風險貼水而對評價不利
3. AI 各族群間財務健全度差異大，但近期大幅發債仍將透過融資成本提高與評價壓力影響股市；而儘管 AI 是長線題材，過度提前資本化仍是風險

短線採取防禦投資，同時把握類股輪動機會，待 3Q26 財報季開展與期中選舉結束後，美股將走出泥淖並重回 AI

重要訊息

Fed 可能開啓升息循環、10 年債殖利率突破 5% 關卡與 AI 巨頭近日提出 AI 發展放緩的表態對近期美股形成壓力，特別是半導體指數。短線仍採取防禦投資，但同時把握今年以來類股輪動機會，待 3Q26 財報季開展與期中選舉結束後，市場有望在消化掉殖利率議題後走出泥淖，重心也將重回 AI 股。

評論及分析

近期升息焦慮升溫，但綜觀歷史升息循環下股市表現並不差，股市快速下跌反而常在升息之前或之初因市場情緒不佳而出現。近期市場關注對股市的影響因素，一大焦點就是 Fed 升息；且現在更關注的不只是很快就會升息、更擔心升息複數次的升息循環出現（圖 1）。在金融海嘯以後習慣寬鬆貨幣政策是常態的市場，對市場面臨緊縮感到緊張可以理解，但拉長時間來看升息循環的發生多數時間對股市的影響都稱不上嚴重。自 1970 年以來 10 次的升息循環的經驗來看，可以發現以下事實（圖 2）：(1) 整個循環期間股市最終多半還是上漲、僅有 1970-80 年代兩次例外；(2) 至於中間的「過程」來看，若我們以政策利率超越中性利率（表示進入貨幣緊縮環境）多久（時間）、多少（空間）後股市出現如 10% 以上較明顯的跌幅的角度來看，也僅出現 3 次（1972、1980 與 2022 年），約在緊縮出現後的 1-3 個月出現；(3) 股市出現快速下跌的情況，其實較常在出現貨幣政策要轉升的升息之前、或一下升很多的升息之初。另一方面，1990 年以來 5 次升息循環，科技、能源、公用事業、房地產的平均報酬超越大盤；與大家直覺的印象不一樣，這些反而有些是利率敏感的受害股。這其實說明了每次升息的原因有所不同，若是因為經濟太好的原因，則如能源、房地產等等表現好，其實很正常（圖 3）。

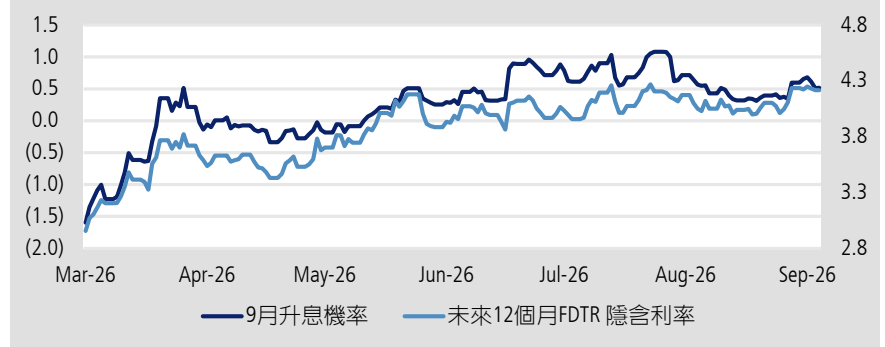
美債殖利率快速上升對股市評價的影響比 Fed 升息更大，而對財測樂觀程度有所退卻也會推高風險貼水而對評價不利。相比於政策利率，更重要的其實是美債殖利率、特別是 10 年期債，因其才是股市評價中折現率定價使用的無風險利率。如同先前報告所述，6 月以來、特別是過去一個月更明顯，美股大盤並沒有因為獲利上修而被進一步驅動，一個很大的關鍵就是因為殖利率上揚後影響到市場對評價的擔憂（圖 4）。而不只是 10 年債殖利率代表的無風險利率上升，在另一個影響股市評價的風險貼水上，當前也看到生成式 AI 面市後持續下降的風險貼水，因面臨未來財測樂觀程度消退等因素而上升，等於影響評價的分母折現率的兩個因素都朝向負面的發展（圖 5）。

AI 各族群間財務健全度差異大，但近期大幅發債仍將透過融資成本提高與評價壓力影響股市；而儘管 AI 是長線題材，過度提前資本化仍是風險。當然，AI 議題仍是美股焦點。前述債市殖利率提高的問題並不只存在美債，在過去一年來發債大幅增加的 AI 科技債，信用利差也擴大（科技債信用利差 20 多年來首度超過整個 IG 債市場的平均水準）；再加上這波 AI 科技債發債集中在長端，讓整個 AI 科技債殖利率上升更加明顯（也是一種期限貼水）。這讓這些 AI 公司融資成本上升影響到獲利，且因本質上風險上升、股市風險貼水也上升而影響到評價，從兩方面對股市造成負面影響。不過，AI 公司「整體」信用/財務指標惡化並不明顯，更非高比例都在惡化的情況，而是要分族群來觀察（圖 6）：GPU 晶片廠與記憶體大廠無論負債比、利息費用占營業利益、自由現金流等都全面改善、財務非常健康；但如大型 CSP、AI 伺服器公司等自由現金流就明顯惡化了，至於 NeoClouds 則甚至在上列三項指標中都出現明顯惡化（此時當市場殖利率水準拉高，對高槓桿的公司影響就更大）。而這些對發債影響比較直接的變數，其實仍會在一定程度上透過股市情緒去影響到評價。我們認為，AI 仍是長線題材，這一點並沒有疑問；但當高速成長期沒有樂觀派預期得那麼長時（長期趨勢並不等於高速成長會「長期」持續），市場過度「提前資本化」就會是問題，會造成評價下修/評價波動變大->信用條件收緊->去槓桿壓力->股價、資本支出承壓等負面連鎖反應（圖 7）。

結論

嚴格來說，過去一個月波動仍然較集中在費半這樣的半導體指數，而非全面性的下跌，且幅度相比於 6 月底-7 月底那波也不大。然而，因當前美國的環境薪資成長不高（圖 8）、家戶借貸槓桿在金融海嘯後縮小、近年儲蓄率也在低檔盤旋，消費非常依賴股市財富效果（圖 9），且此現象還不僅只存在有錢人身上、而是美國家戶普遍的情況（圖 10、11）；若股市有一點閃失，對消費動能影響頗大，股市的利空傳遞到經濟的程度加強。不過，就如同我們去年底展望的預測，今年美股類股輪動的情況是更加暢望，這一點由 S&P 500 等權重指數在上半年與近月表現都優於市值加權指數看出（圖 12）；這代表大型 AI 股今年表現沒有那麼好，但同時也意味著其他類股都有表現機會，特別在 AI 股開始出現較大波動的時候。據此，我們的投資建議如下：(1)短線上，10 年債殖利率超過 5%與 AI 巨頭們出面承認發展放緩這兩個關鍵因素影響下，防禦優先，醫療與必需性消費類股族群在近期獲利調整中相對被低估，且具備抗震能力；(2)即便很可能進入升息循環，但類股輪動仍會持續，市場廣度改善，能源、金融、公用事業都有各自的題材表現；(3)待 10 月中進入 3Q26 財報季、市場有機會重新檢視財測的樂觀程度是否改善，以及 11 月初期中選舉結束後，不確定性消散，市場也在期間消化掉殖利率在高檔的利空下，美股有望走出泥淖，重心還是要回到 AI 這個長線題材。

圖 1：近期因美伊衝突再起、通膨預期拉高，市場對升息可能性與幅度想法都拉高
9月聯準會升息預期，碼(左軸)；未來12個月隱含利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

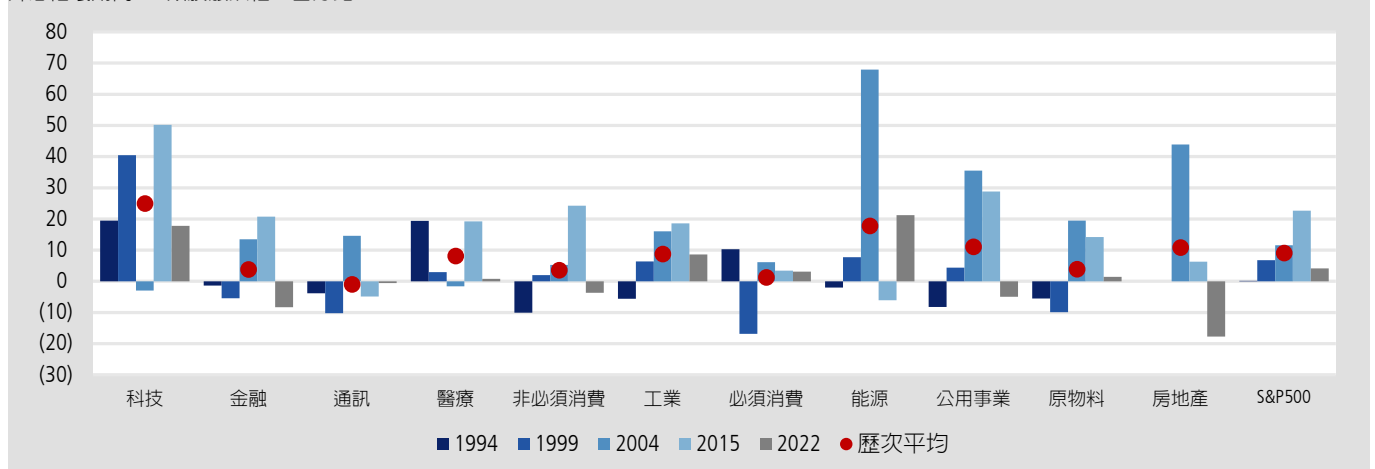
圖 2：多數時間，升息對股市並非恐怖之事

市場預估2026年全年GDP 年增率(%)	總計升息幅度 (%)	期間S&P 500變動 (%)	政策利率超過中性利率多少% 後S&P 500出現較明顯跌幅 (10%)	跌幅在政策利率>中性利率多久後發生
1972/3/1-1973/8/30	7.5	-3.23	1.484	約3個月後(1973/1/30-1973/5/18, -10.33%)
1977/8/15-1979/10/25	9.62	1.85	N/A	幾乎無跌幅
1980/2/15-1980/3/3	6	-2.52	17.024	約1個月後(1980/3/17, -11.39%) 基準日為升息當日
1983/5/2-1984/8/21	3.25	3.53	7.942	約15個月後(1984/7/24, -8.8%) 基準日為升息當日
1988/3/29-1989/2/24	3.25	10.40	4.272	約2個月後(1988/5/23, -3.5%) 基準日為升息當日
1994/2/4-1995/2/1	3.00	0.13	0.845	約4個月後(1994/8/15-1994/12/8, -3.42%)
1999/6/30-2006/6/29	1.75	6.80	2.643	約3個半月後(1999/10/15, -9%) 基準日為升息當日
2004/6/30-2006/6/29	4.25	11.57	0.052	約2個月後(2005/9/29-2005/12/18, -3.42%)
2015/12/15-2018/12/19	2.25	22.69	N/A	幾乎無跌幅
2022/3/16-2023/7/27	5.25	4.12	-5.734	約2個月(2022/5/3-2022/6/13, -10.2%) 基準日為政策利率扣除中性利率轉折向上之日

註：政策利率扣除中性利率後分三種情況。其一是政策利率扣除中性利率後由負轉正後，擇該點去計算大盤報酬跌幅10%；其二為政策利率扣除中性利率後升息循環期間都維持正值，則基準點以升息起始日作為基準去計算大盤漲跌幅；其三為政策利率扣除中性利率在循環期間皆為負數，基準點則取平緩向上的轉折點為大盤計算之基準，算出漲跌幅度
資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 3：1990 年以來 5 次升息循環，科技、能源、公用事業、房地產的平均報酬超越大盤，與大家直覺的印象不一樣……

升息循環期間 11 類股漲跌幅，百分比



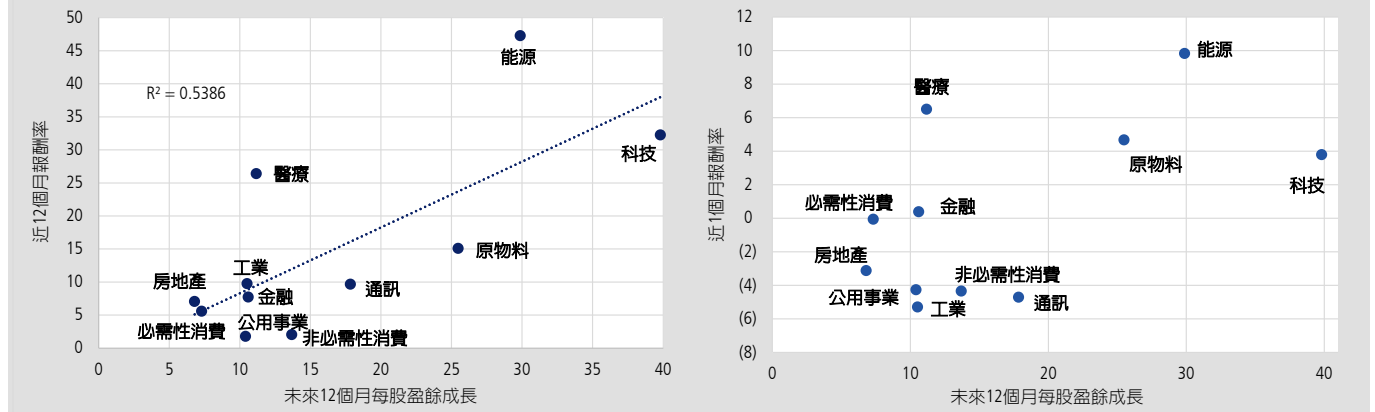
註：房地產類股僅由從 2001 年開始有數據

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：過去 1 個月股價沒有被獲利上修驅動(股價與基本面脫鉤)，關鍵在對評價的擔憂

左圖：未來 12 個月每股盈餘成長，百分比(橫軸)；近 12 個月報酬率，百分比(縱軸)

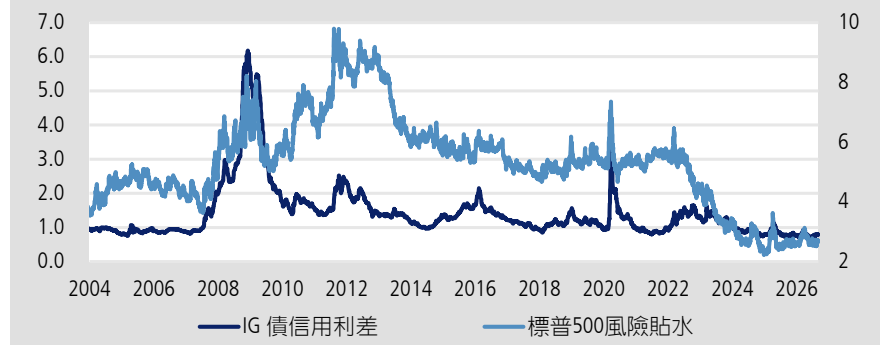
右圖：未來 12 個月每股盈餘成長，百分比(橫軸)；近 1 個月報酬率，百分比(縱軸)



資料來源：FactSet、Bloomberg；凱基

圖 5：風險貼水在生成式 AI 面市後處於極低水準，而 IG 債的信用利差也一樣很窄

IG 債信用利差，百分比(左軸)；S&P 500 風險貼水，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 6：AI 各族群財務狀況差距明顯，GPU 與記憶體很不錯，但 CSP、伺服器的 FCF 出現惡化，而 Neoclouds 的財務指標則明顯惡化

2022年	記憶體	GPU	CSP	伺服器	LLM	Neoclouds	S&P500
負債比率(D/A,%)	13.23	11.34	24.88	27.48	10.39	N/A	24.31
利息費用/EBIT(%)	2.87	2.16	3.67	31.31	0.52	N/A	N/A
自由現金流(FCF,百萬美金)	5,624	3,114	19,044	1,471	(71)	39,527	N/A
目前	記憶體	GPU	CSP	伺服器	LLM	Neoclouds	S&P500
負債比率(D/A,%)	4.92	11.34	23.63	28.60	16.61	63.24	26.44
利息費用/EBIT(%)	0.25	0.02	3.14	10.51	1.75	N/M	N/A
自由現金流(FCF,百萬美元)	25,577	10,278	10,116	827	11,673	(4,711)	N/A

註：GPU(NVDA, AMD)，記憶體(MU, SNDK)，CSP(META, GOOGL, MSFT, AMZN, ORCL)，LLM(META, GOOGL)

資料來源：Bloomberg；凱基

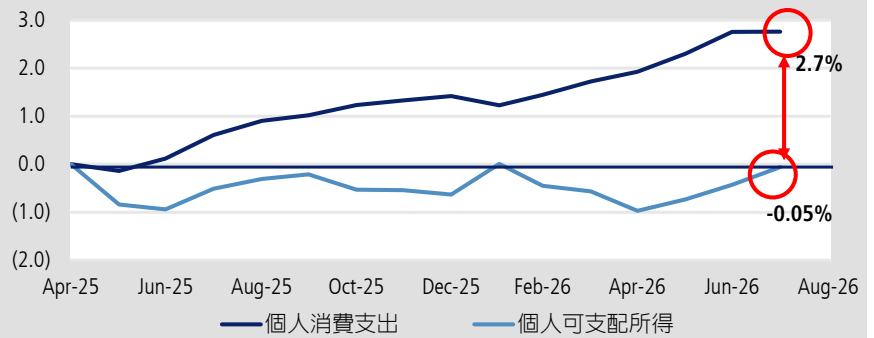
圖 7：AI 是長線題材，但真正風險是過度提前資本化



資料來源：凱基整理

圖 8：光靠所得根本無法支撐當前的消費，消費越來越依賴股市財富效果

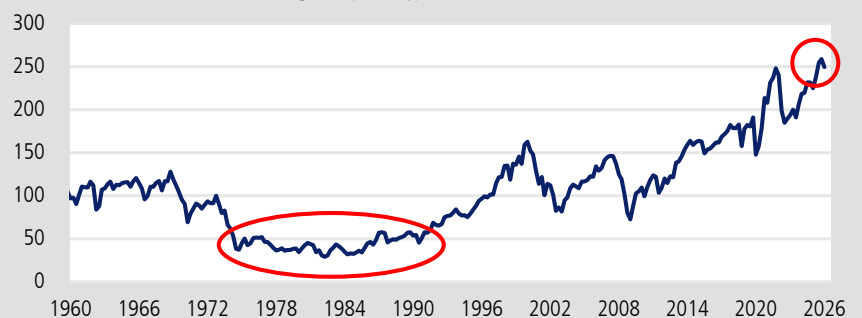
實質個人消費支出、實質可支配所得(自 2025/4=0)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 9：因股市&共同基金佔財富比重(1/3)大幅攀升，占可支配所得的比重也從過去長期 100-150% 上升到目前的 250% 左右

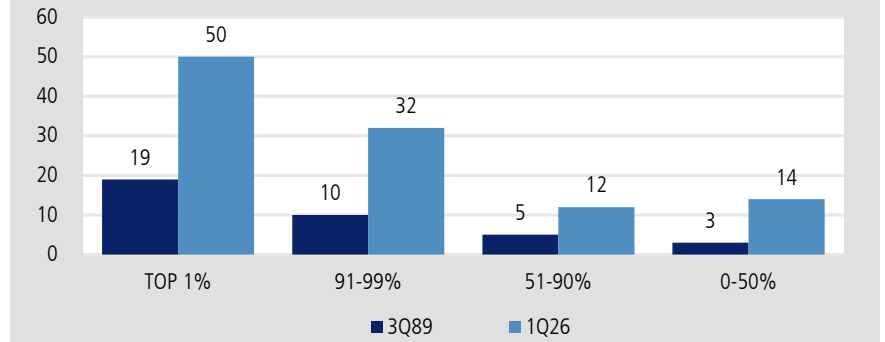
美國家庭股票與共同基金資產佔可支配個人所得，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10：即使是財富排名在平均(Pr 值 50)之下家庭，股票占資產比重也大幅增加，且提升的程度比 Pr 值 51-90%者更明顯

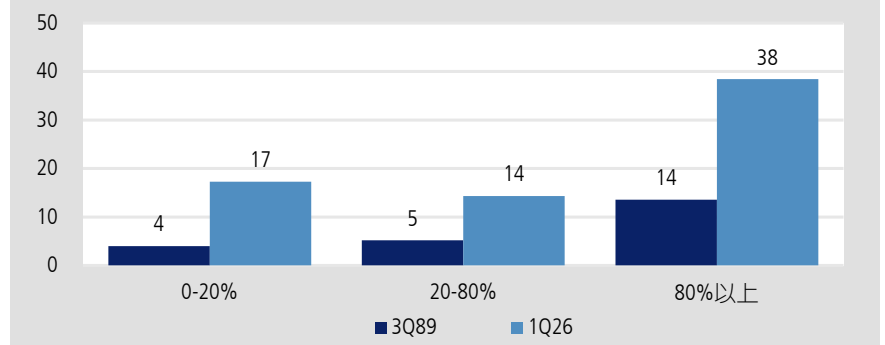
股票持有占淨資產比重-按財富分，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：按所得高低來看也是如此，最低 20%的家庭股票占比也大幅提升(提升的程度也較中間 20-80%者明顯)

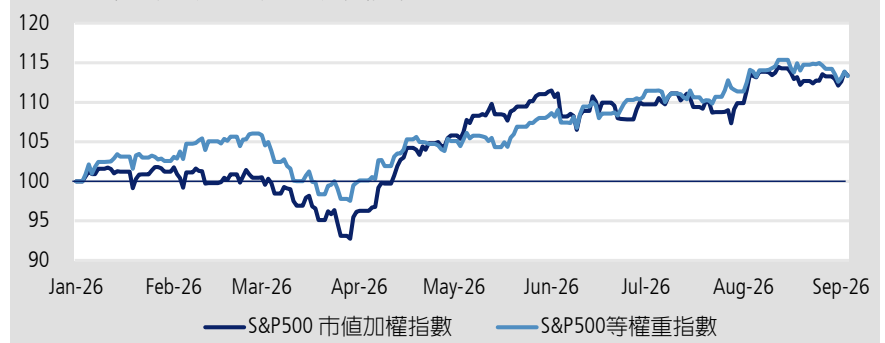
股票持有占淨資產比重-按所得分，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 12：去年底我們預測今年類股輪動會變明顯，今年 1H 多數時間的確如此，而近月來也是如此…

S&P 500 市值加權指數、等權重指數總報酬(以 2026/1/1=100)，點



資料來源：Bloomberg；凱基

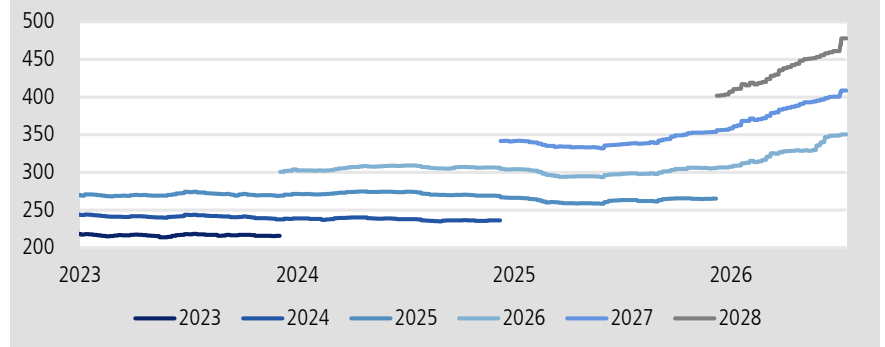
圖 13：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
9-15-16	FOMC會議	近期公布之勞動市場與CPI、PPI數據皆推升9月升息機率，目前升息機率已升至近9成
9/17-18	BOJ會議	9月升息機率已大幅升高，關注升息後央行態度是否明顯偏鷹並暗示加快升息步伐

資料來源：凱基整理

圖 14：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

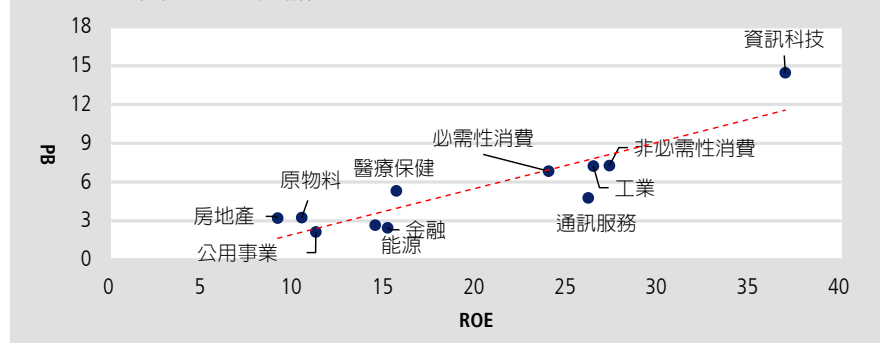
圖 15：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	2Q26	3Q26	4Q26	1Q27	2Q27	2026	2027
S&P 500	53.4	30.0	27.3	19.6	2.0	35.0	15.3
非必需性消費	90.8	3.1	15.3	(5.1)	(29.7)	35.8	(2.6)
必需性消費	14.1	3.1	7.1	7.6	2.1	8.1	6.8
能源	142.7	107.4	85.2	66.1	(28.3)	85.4	(11.8)
金融	25.3	5.5	11.6	8.8	(0.1)	16.1	8.4
醫療保健	(6.5)	6.3	14.1	22.7	33.9	2.3	22.1
工業	20.0	18.0	7.6	20.1	17.6	15.1	17.9
原物料	40.9	31.9	42.7	20.9	6.5	39.5	11.1
房地產	9.2	3.8	4.3	5.7	5.9	8.0	7.2
資訊科技	79.2	64.9	53.6	51.3	34.4	62.8	39.2
通訊服務	114.2	48.3	11.1	(20.5)	(41.0)	56.3	(11.6)
公用事業	9.7	6.5	15.5	1.6	10.6	11.3	8.8

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 16：S&P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

附錄：ETF 分類索引

多元資產

全球股債(成長型)	AOR	iShares Core Growth Allocation ETF	全球股債(穩健型)	AOM	iShares Core Moderate Allocation ETF
-----------	-----	--	-----------	-----	--

資料來源：凱基整理

股市

地區&國家			類股/產業		
全球	ACWI	iShares MSCI ACWI ETF	科技	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund
全球除美國	SPDW	SPDR Portfolio Developed World ex-US ETF	能源	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund
EAFE	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF	醫療	XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund
美國(標普 500)	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust	必須性消費	XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund
作空標普 500	SH	ProShares Short S&P500	公用事業	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund
3 倍作空標普 500	SPXU	ProShares UltraPro Short S&P500	非必須性消費	XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund
美國(道瓊)	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust	通訊服務	XLC	Communication Services Select Sector SPDR Fund
3 倍作空道瓊	SDOW	ProShares UltraPro Short Dow30	原材料	XLB	Materials Select Sector SPDR Fund
美國(Nasdaq 100)	QQQ	Invesco QQQ Trust	金融	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund
3 倍作多 Nasdaq 100	TQQQ	ProShares UltraPro QQQ	金融 3 倍作空	FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares
放空 Nasdaq 100	PSQ	ProShares Short QQQ	工業	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund
3 倍放空 Nasdaq 100	SQQQ	ProShares UltraPro Short QQQ	房地產	XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund
歐元區	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF	房地產 3 倍作多	DRN	Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares
歐洲避險	HEDJ	WisdomTree Europe Hedged Equity Fund	半導體	SMH	VanEck Semiconductor ETF
日	EWJ	iShares MSCI Japan ETF	半導體 3 倍作多	SOXL	Direxion Daily Semiconductor Bull 3x Shares
日避險	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund	軟體	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF
英	EWU	iShares MSCI United Kingdom ETF	零售	XRT	SPDR S&P Retail ETF
德	EWG	iShares MSCI Germany ETF	電商	IBUY	Amplify Online Retail ETF
法	EWQ	iShares MSCI France ETF	餐飲	PBJ	Invesco Dynamic Food & Beverage ETF
瑞士	EWL	iShares MSCI Switzerland ETF	銀行	KBWB	Invesco KBW Bank ETF
瑞典	EWD	iShares MSCI Sweden ETF	地區性銀行	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF
新興市場	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF	大銀行 3 倍作多	BNKU	MicroSectors U.S. Big Banks Index 3X Leveraged ETNs
亞洲除日本	AAXJ	iShares MSCI All Country Asia ex-Japan ETF	保險	KIE	SPDR S&P Insurance ETF
中	FXI	iShares China Large-Cap ETF	油氣探勘與生產	XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF
中滬深 300	ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF	油氣設備與服務	OIH	VanEck Oil Services ETF
中國 3 倍作多	YINN	Direxion Daily FTSE China Bull 3X Shares	天然氣公司	FCG	First Trust Natural Gas ETF
中國 3 倍作空	YANG	Direxion Daily FTSE China Bear 3X Shares	金屬&採礦	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF
中企美國上市	PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF	黃金開採	GDXX	VanEck Gold Miners ETF
港	EWH	iShares MSCI Hong Kong ETF	銅開採	COPX	Global X Copper Miners ETF
韓	EWY	iShares MSCI South Korea ETF	基建	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF
台灣	0050.TW	Yuantan/P-shares Taiwan Top 50 ETF	運輸	IYT	iShares US Transportation ETF
印度	INDA	iShares MSCI India ETF	航空	JETS	U.S. Global Jets ETF
巴西	EWZ	iShares MSCI Brazil ETF	國防/軍工	ITA	iShares U.S. Aerospace & Defense ETF
越南	VNM	VanEck Vietnam ETF	生技	XBI	SPDR S&P Biotech ETF
風格			醫材	IHI	iShares U.S. Medical Devices ETF
美國成長	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF	建築	XHB	SPDR S&P Homebuilders ETF
EAFE 價值	EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF	電信	IYZ	iShares U.S. Telecommunications ETF
小型股(羅素 2000)	IWM	iShares Russell 2000 ETF	全球上游天然資源	GUNR	FlexShares Morningstar Global Upstream Natural Resources Index Fund
小型股 3 倍作多	TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares	全球能源	IXC	iShares Global Energy ETF
放空羅素 2000	RWM	ProShares Short Russell2000	全球金屬&採礦	PICK	iShares MSCI Global Metals & Mining Producers ETF
大型成長股	SPYG	SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF	全球基建	IGF	iShares Global Infrastructure ETF
大型價值股	SPYV	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF	全球國防/軍工	SHLD	Global X Defense Tech ETF
小型成長	SLYG	SPDR S&P 600 Small Cap Growth ETF	歐洲國防/軍工	EUAD	Select STOXX Europe Aerospace & Defense ETF
小型價值股	SLYV	SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF	歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
標普高 beta(proxy 循環股)	SPHB	Invesco S&P 500 High Beta ETF	中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
美股息	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF	中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF
全球高股息	IDV	iShares International Select Dividend ETF	主題		
美國低波動	USMV	iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF	ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
財務強健	FTCS	First Trust Capital Strength ETF	新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
美國基本面加權中小股	PRFZ	Invesco FTSE RAFI US 1500 Small-Mid ETF	儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology ETF
S&P 500 品質股	SPHQ	Invesco S&P 500@ Quality ETF	綠能	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF
			太陽能	TAN	Invesco Solar ETF
			自駕/電動車	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF
			鋰電池	LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF

股市

地區&國家	主題		
	物聯網	SNSR	Global X Internet of Things ETF
	機器人& AI	BOTZ	Global X Robotics & Artificial Intelligence ETF
	美國工業復興	AIRR	First Trust RBA American Industrial Renaissance ETF
	量子電腦	QTUM	Defiance Quantum ETF
	生成式 AI	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF
	資料中心	DTCR	Global X Data Center And Digital Infrastructure ETF
	AI 電力基礎建設	AIPO	Defiance AI & Power Infrastructure ETF
	網路資安	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF
	雲端運算	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF
	區塊鏈	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF
	元宇宙	METV	Roundhill Ball Metaverse ETF
	FAANG 3 倍作多	FNGA	MicroSectors FANG+™ Index 3X Leveraged ETN
	庫藏股回購	PKW	Invesco BuyBack Achievers™ ETF
	IPO	FPX	First Trust US Equity Opportunities ETF
	通膨受益	INFL	Horizon Kinetics Inflation Beneficiaries ETF
	護城河	MOAT	VanEck Morningstar Wide Moat ETF
	現金牛	COWZ	Pacer US Cash Cows 100 ETF
	智慧電網	GRID	First Trust Nasdaq Clean Edge Smart GRID Infrastructure Index
	波動度		
	作多	VIXY	ProShares VIX Short-Term Futures ETF
	2 倍作多	UVIX	2x Long VIX Futures ETF
	作空	SVIX	-1x Short VIX Futures ETF

資料來源：凱基整理

固定收益

整體債券			投資級債		
全球整體債券	BNDX	Vanguard Total International Bond ETF	全球 IG 債	IBND	SPDR Bloomberg International Corporate Bond ETF
美國核心整體債券	AGG	iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF	美國總 IG 債	LQD	iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF
公債			美國短期 IG 債	VCSH	Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF
美所有天期	GOVT	iShares U.S. Treasury Bond ETF	美國中期 IG 債	VCIT	Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF
美短天期(1-3M)	BIL	SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF	美國長期 IG 債	VCLT	Vanguard Long-Term Corporate Bond ETF
美短天期(1-3Y)	SHY	iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF	美國 AAA-A 級 IG 債	00751B.TW	Yuanta US 20+ Year AAA-A Corporate Bond ETF
美中天期(3-7Y)	IEI	iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF	非投資級債		
美中天期(7-10Y)	IEF	iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF	美國總 HY 債	HYG	iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF
美長天期(10-20Y)	TLH	iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF	美國短期 HY 債	SJNK	SPDR Bloomberg Short Term High Yield Bond ETF
美長天期(20+Y)	TLT	iShares 20+ Year Treasury Bond ETF	墮落天使	ANGL	VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF
美長天期 3 倍作多	TMF	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bull 3X Shares	新興市場債		
美長天期 3 倍作空	TMV	Direxion Daily 20+ Year Treasury Bear 3x Shares	EM 美元債	EMB	iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF
TIPS	TIP	iShares TIPS Bond ETF	EM 當地貨幣債	EMLC	VanEck J. P. Morgan EM Local Currency Bond ETF
短天期 TIPS	VTIP	Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF	EM 主權債	PCY	Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF
利率避險	PFIX	Simplify Interest Rate Hedge ETF	其他債券類		
免最低稅賦市政債	PZA	Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF	可轉債	CWB	SPDR Bloomberg Convertible Securities ETF
			MBS	MBB	iShares MBS ETF
			銀行主順位放款	BKLN	Invesco Senior Loan ETF

資料來源：凱基整理

商品

綜合			金屬		
全商品指數	DBC	Invesco DB Commodity Index Tracking Fund	黃金	GLD	SPDR Gold Shares
乾貨航運	BDRY	Breakwave Dry Bulk Shipping ETF	白銀	SLV	iShares Silver Trust
			白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
			白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
能源			鈀金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
原油	USO	United States Oil Fund LP	工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	銅	CPER	United States Copper Index Fund
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP	稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF
天然氣 2 倍作多	BOIL	ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas			
天然氣 2 倍作空	KOLD	ProShares UltraShort Bloomberg Natural Gas			
碳權	KRBN	KraneShares Global Carbon Strategy ETF	農產品		
鈾礦(公司)	URA	Global X Uranium ETF	農糧總指數	DBA	Invesco DB Agriculture Fund
			黃豆	SOYB	Teucrium Soybean Fund
			小麥	WEAT	Teucrium Wheat Fund
			玉米	CORN	Teucrium Corn Fund

資料來源：凱基整理

外匯及虛幣

外匯			虛幣		
美元	UUP	Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund	比特幣	IBIT	iShares Bitcoin Trust ETF
美元作空	UDN	Invesco DB US Dollar Index Bearish Fund	作空比特幣	BITI	ProShares Short Bitcoin Strategy ETF
歐元	FXE	Invesco CurrencyShares Euro Trust			
歐元作空	EUO	ProShares UltraShort Euro			
日圓	FXJ	Invesco CurrencyShares Japanese Yen Trust			
日圓兩倍作多	YCL	ProShares Ultra Yen			
日圓兩倍作空	YCS	ProShares UltraShort Yen			
英鎊	FXB	Invesco CurrencyShares British Pound Sterling Trust			
澳幣	FXA	Invesco CurrencyShares Australian Dollar Trust			
加幣	FXC	Invesco CurrencyShares Canadian Dollar Trust			
瑞郎	FXF	Invesco CurrencyShares Swiss Franc Trust			
新興市場貨幣	CEW	WisdomTree Emerging Currency Strategy Fund			

資料來源：凱基整理

美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				4.4			0.5			2.1			1.5		
	GDP年增率	YoY %	6.2	2.5	2.9	2.8	2.3		2.0			2.7			2.1		
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	3.0	2.7	2.7	2.4	2.4	3.3	3.8	4.2	3.5	3.4	3.4
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.0		2.6	2.6	2.5	2.6	2.8	2.9	2.6	2.5	2.4
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.5	3.8	2.6	2.8	2.7	2.8	2.9	2.9	3.5	3.8	4.1	3.7	3.7	
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.3	4.2	2.9	2.8	2.8	3.0	3.1	3.0	3.3	3.3	3.5	3.3	3.3	
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.5		62.5	62.4	62.1	62.0	61.9	61.8	61.5	61.4	61.6
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.4		4.5	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.1
	非農業就業增加數	千	7,268	4,526	2,515	1,459	76	(140)	41	(17)	160	(156)	214	148	63	31	162
	勞動力就業淨變動	千	6,078	3,149	1,856	528	286		232	(895)	(185)	(64)	(226)	149	(507)	(87)	569
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.8)	(26)	175	24	(8)	118	(72)	(78)	(21)	3	(5)	(46)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.42	1.37	1.38	1.36	1.24	1.35	1.41	1.24	1.45	1.44	1.35	1.44
	平均時薪	YoY %	4.9	4.9	4.1	4.1	3.8	3.9	3.9	3.7	3.7	3.7	3.4	3.6	3.3	3.4	3.1
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	1.7	(0.2)	(0.7)	1.9	1.8	1.8	1.2	1.0	0.8	0.7	1.4	1.5	1.3	1.1
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	9.7	4.6	10.5	12.8	9.0	7.5	2.8	19.2	(4.4)	9.2	13.0
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	5.3	6.2	4.1	8.0	2.9	5.9	10.8	11.1	10.0	14.9	13.2
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.37	1.38	1.37	1.36	1.35	1.33	1.32	1.30	1.28	1.30	
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.56	1.56	1.57	1.56	1.55	1.52	1.51	1.49	1.47	1.47	1.47
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.28	1.29	1.28	1.28	1.28	1.27	1.26	1.26	1.26	1.25	
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	48.9	48.8	48.0	47.9	52.6	52.4	52.7	52.7	54.0	53.3	55.6
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	50.3	52.0	52.4	53.8	53.8	56.1	54.0	53.6	54.5	54.0	55.4
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	48.7	48.7	47.3	47.4	57.1	55.8	53.5	54.1	56.8	56.0	53.7
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.37	(0.05)	(0.12)	(0.19)	(0.32)	(0.50)	(0.31)	(0.06)	(0.07)	0.22	(0.11)	0.10	(0.12)	0.06	(0.08)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.3	0.7	(7.6)	(4.7)	(3.2)	(3.1)	(3.7)	(3.7)	(3.6)	(3.1)	(3.0)	(1.6)	(1.4)	(1.2)	(1.1)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		6.5				5.3		8.1			0.0
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		11.5			16.1			4.8			16.1
房市	建築許可	千, saar	1,734	1,685	1,516	1,474	1,444	1,418	1,414	1,482	1,393	1,540	1,363	1,423	1,410	1,374	1,433
	新屋開工	千, saar	1,603	1,550	1,421	1,370	1,319	1,273	1,319	1,378	1,385	1,346	1,522	1,414	1,182	1,415	1,239
	新屋銷售	千, saar	769	636	666	684	714	652	757	723	576	630	659	641	630	678	607
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.1	4.3	4.0	4.1	4.0	4.0	4.2	4.1	4.0
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.4	4.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.3	1.0	1.0	1.2	1.6	2.1	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.6	2.9	2.4	2.5	2.2	1.6	2.0	2.4	1.9	1.9	2.4	2.6	2.1
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	4.1	3.2	3.2	2.4	3.3	4.2	4.2	5.1	7.2	6.8	5.0
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	3.8	3.7	4.1	3.3	4.0	4.2	5.7	6.6	7.8	6.9	5.8
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	16.4	15.3	15.6	16.0	14.9	15.8	16.3	15.9	16.1	16.5	16.3
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	112.7	104.5	105.4	104.5	95.6	95.5	92.9	94.2	89.0	91.0	92.2	93.8	90.6	92.2	89.4
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	55.1	53.6	51.0	52.9	56.4	56.6	53.3	49.8	44.8	49.5	51.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.8)	(5.7)	(5.8)	(5.2)	(5.3)	(5.2)	(5.2)	(5.1)	(5.3)	(5.2)	(5.6)	(5.4)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)	(4.1)			(3.8)			(3.0)				
	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	776	176.7	30.6	203.5	102.3	12.6	55.8	80.2	105.3	231.2	172.7	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	4.25	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75	3.75
	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	4.15	4.08	4.01	4.17	4.24	3.94	4.32	4.37	4.44	4.47	4.75
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	97.8	99.8	99.5	98.3	97.0	97.6	100.0	98.1	98.9	101.2	99.4

資料來源：Bloomberg；凱基

台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Jul-26	Aug-26
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	5.3	8.4			13.0			15.4		12.9		
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	1.3	1.5	1.2	1.3	0.7	1.8		1.7	2.2	2.6	2.0
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.5	1.8	1.7	1.8	1.3	2.6	1.9	1.9	2.1	2.4	2.3
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.4	3.3	3.3	3.3	3.3
經濟活動	工業生產	YoY %	14.7	(1.7)	(12.5)	11.6	18.2	15.9	18.4	23.1	27.9	16.6	26.1	14.9	11.9	22.6	25.6
	Markit台灣製造業PMI	點				50.9	46.8	47.7	48.8	50.9	51.7	55.2	53.3	55.3	56.1	55.2	54.7
	景氣對策燈號						黃紅	黃紅	黃紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅	紅
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	34.0	35.0	37.0	38.0	39.0	41.0	39.0	40.0	39.0	41.0	41.0
	景氣領先指標	YoY %	4.9	(3.2)	(1.7)	2.0	11.3	12.6	13.9	15.0	16.0	17.1	18.7	20.4	22.0	23.3	24.4
	景氣同時指標	YoY %	8.8	(1.3)	(9.5)	2.7	17.6	18.5	19.4	20.3	21.2	21.8	22.2	22.5	23.0	23.7	24.4
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	(1.6)	1.9	1.6	0.9	(3.4)	7.7	3.3	5.2	5.3	8.0	7.7
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	54.2	60.9	64.1	62.5	65.8	49.8	80.2	67.6	78.5	74.8	82.4
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	41.9	39.2	48.0	43.0	46.8	37.0	58.9	53.3	60.5	62.6	60.1
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.6	12.4	21.7	16.1	19.4	18.9	12.8	21.3	14.4	17.9	12.2	22.3
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	33.7	47.5	56.0	43.4	69.9	20.6	61.8	39.0	51.7	40.3	41.0
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	25.1	14.5	44.9	14.9	63.5	6.8	38.3	29.2	54.8	51.7	44.3
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.6	70.3	69.4	73.0	76.2	76.9	63.9	91.1	87.4	89.5	95.3	97.9
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	30.6	25.0	39.5	43.8	60.1	23.8	65.9	48.1	47.2	59.4	61.9
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	5.2	4.8	4.9	4.9	5.6	7.1	7.8	8.3	9.6	9.4	7.3
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.4	5.0	5.1	5.0	5.2	5.4	5.8	6.5	7.8	8.1	7.4
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	602.9	600.2	599.8	602.6	604.5	605.5	596.9	602.5	605.1	597.2	601.9
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.6	32.8	30.5	30.7	31.4	31.4	31.5	31.3	32.1	31.7	31.4	31.8	31.7

資料來源：Bloomberg；凱基

凱基證券集團據點

中國	上海	上海市靜安區南京西路 1601 號越洋國際廣場 1507 室 郵政編號：200040
台灣	台北	104 台北市明水路 700 號 電話 886.2.2181.8888-傳真 886.2.8501.1691
香港		香港灣仔港灣道十八號中環廣場四十一樓 電話 852.2878.6888-傳真 852.2878.6800
泰國	曼谷	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand 電話 66.2658.8888-傳真 66.2658.8014
新加坡		珊頓大道 4 號#13-01 新交所第二大廈 郵政編號：068807 電話 65.6202.1188-傳真 65.6534.4826
印尼		Sona Topas Tower Fl.11 Jl. Jend. Sudirman kav.26 Jakarta Selatan 12920 Indonesia 電話 62 21 250 6337

股價說明

等級	定義
增加持股 (OP)	對個股持正面看法，預期個股未來十二個月的表現超越凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
持有 (N)	對個股持中性看法，預期個股未來十二個月的表現符合凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
降低持股 (U)	對個股持負面看法，預期個股未來十二個月的表現低於凱基證券集團所追蹤的相關市場的總報酬。
未評等 (NR)	凱基證券未對該個股加以評等。
受法規限制	受凱基證券集團內部政策和/或相關法令限制使凱基證券集團無法進行某些形式的資訊交流，其中包括提供評等給投資人參考。
未評等 (R)	中包括提供評等給投資人參考。
	*總報酬 = (十二個月目標價-現價)/現價

免責聲明

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的内部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。