

全球配置 - 美股策略

關稅目前影響不大，未來衝擊卻真實存在：預估美股 3Q 震盪、4Q 修正

焦點內容

1. 2Q25 財報結果優於預期主因獲利預估在之前已大幅下修，對股價提振效果有限
2. 關稅對 2Q25 獲利的利空影響較預期小，但當稅率提升後影響並非只是線性上升，其中消費股受到的影響應會再加大
3. 隨著勞動市場轉弱，消費必然下行，是股市基本面的利空

重要訊息

2Q25 財報季已告一段落，儘管見到許多關稅曝險高的產業仍能維持利潤率、令人驚艷，但整體而言財報優於預期主要還是因為先前獲利預估已大幅下修之因。8/7 新關稅開始課徵後會是一個新的局面，預計 3Q 剩餘時間美股將震盪，而 4Q 反應將較劇烈且可能出現修正。

評論及分析

2Q25 財報結果優於預期，主因獲利預估在之前已大幅下修，對股價提振效果有限。2Q25 財報季大致上告一段落，整體而言本季獲利超越預期的比重來到 81%，高於長期平均約 75-78% 的水準；而獲利平均超越預期（正向驚奇）的幅度則來到 6.9%，營收正向驚奇的幅度則較低、僅有 2.1%（圖 1）。乍看之下獲利表現不錯，然而這是因為自年初、或晚一點對等關稅開始課徵以來，市場早已下修獲利預期，降低出現正向驚奇的「難度」；因此當實際公布結果優於預期時，股市反應並不大，除非是優於預期甚多的企業，否則股價可能沒什麼正面反應、甚至因為正向驚奇不夠而下跌。

分產業來看，通訊、科技獲利成長獨領風騷、成長皆超過 20%，而金融也優於整體平均（圖 2）。至於從獲利正向驚奇的角度來說，非必需性消費股位居首位，而通訊與金融股依然名列前茅；除此之外，受到一定程度利空影響的醫療類股，正向驚奇其實也超過整體平均（圖 3）。

關稅對 2Q25 獲利的利空影響較預期小，但當稅率提升後影響並非只是線性上升，其中消費股受到的影響應會再加大。此外，由於 2Q25 是第一個完整受到廣泛性關稅（對等關稅）影響的季度，因此市場也格外關注獲利受影響的程度、特別是先前預期受影響程度較大的產業。在關稅高風險產業中，居家及個人用品、硬體設備和資本財產業面臨的利潤率壓力最為明顯；但如原物料、汽車及零組件這些明顯屬於關稅曝險高的產業，利潤率相對於 1Q25 卻擴張，打破了市場先前對其利潤率可能會大幅下滑的預期（圖 4）。以這個角度來說，企業能吸收巨大關稅成本同時保持獲利能力，一方面令人驚艷一方面又令人難以想像。事實上，儘管面臨巨額關稅成本，但企業透過各種緩解策略（例如供應鏈優化和營運效率提升）在很大程度上維持了利潤率。

然而，望向未來，我們認為關稅的全面影響尚未顯現。儘管目前企業運用多種應對措施而在抵禦潛在通膨飆升或在裁員方面，都有一定的緩衝；但當關稅稅率由約 10% 提升到將近 20% 的時候，其影響顯然不只是線性的，先前 10% 的稅率在過去所達成的動態平衡，未來不一定能無痛轉換到 20% 稅率時的情境。從消費類股未來的獲利預估可以發現，市場與我們相同，對下半年消費力道的下滑是無庸置疑的共識（圖 5）；若市場因為輕忽關稅升高後的潛在問題、因而產生不切實際的樂觀氛圍（圖 6），那可能成為風險的開始。的確，無論是企業或我們的預期，美國經濟陷入衰退的擔憂程度在下降，但企業對於關稅、以及因其而產生的不確定性，擔心程度仍高（圖 7），而這應該算是一個正確的面對態度。

隨著勞動市場轉弱，消費必然下行，是股市基本面的利空。而從經濟數據來看，即便近月經濟驚奇指數維持正向，但預期未來基本面的下行仍不可免。首先，經過上半年的提前拉貨潮、並在第二季末逐漸趨緩之時，我們的確看到美國的進口有明顯的「校正回歸」現象（圖 8），而反過來全球的新出口訂單也出現明顯的下滑（圖 9）；正如我們過去一再強調的，減少進口係因要先消化先前備貨的庫存（此時投資也會下滑），而慢慢地美國本土的消費也會在下半年的下滑趨於明顯，這一點已在美國 2Q25 GDP 國內私部門購買者最終銷售（國內有效需求）僅成長 1.2%、遠低於 1Q25 的 1.9% 看出。

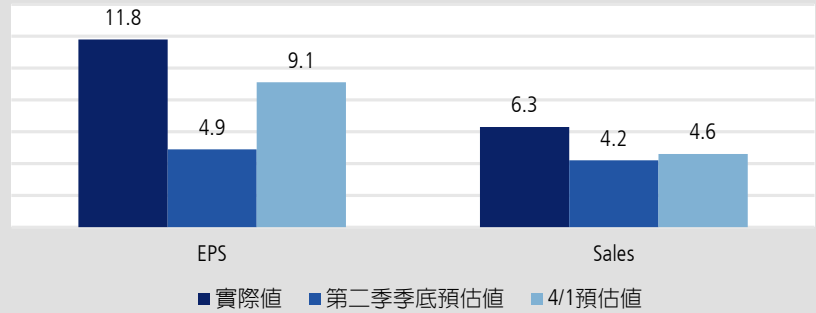
再者，未來經濟下行的速度和幅度，關鍵仍在勞動市場，而這部份我們過去也多所著墨。當前的失業率尚未快速上升，的確是因為勞參率下降、企業減少招聘而非先大幅裁員的交互作用造成；但從過去經驗來看，當開缺率降至 4.5% 以下時，失業率很容易出現陡升，此時因勞動市場脫離先前的充分就業，總合供給曲線回到較平坦（斜率小）的階段，而因失業隨之而來的需求下降（總合需求曲線左移），兩者的交點主要會呈現出產出（GDP）大幅下滑的結果（圖 10），此時經濟惡化的情況就會很明顯。事實上，當前勞動市場隨續領失業救濟金人數增加，未來失業率必然上升（圖 11）；而勞動市場轉弱，由當前轉職者並未得到較高待遇的現象也可看出（圖 12）。

結論

儘管 2Q25 財報結果優於預期、且在一定程度上顯現這一季 10% 的關稅影響尚不大，但這樣的利多與論理邏輯，難以完美複製到下半年。當關稅稅率提升到將近 20% 的時候，其影響並非線性上升，且先前 10% 的稅率企業運籌上已達成的動態平衡，未來未必能轉換到 20% 稅率時的情境；特別是當前已逐漸看到勞動市場轉弱對已脆弱的消費造成的壓力了。我們認為因關稅再升級、提前拉貨已告一段落，通膨受影響的情況在 3Q 會顯現得更明顯，惟時間可能不會太長（圖 13）；倒是經濟基本面受影響的時間不會只有 3Q、而至少會延續到 4Q 甚至明年上半年。在這樣的情境下，對 Fed 降息決策的「果敢」程度來說應該還算是利多、特別在景氣下行但不至於衰退的情境下。據此，我們修正年中之前對美股預估是 3Q 較弱的預期，而是 3Q 剩餘時間會震盪，而 4Q 在新關稅效果會較明顯的情況下、出現修正行情。

圖 1：因近月、甚至今年以來獲利預估已下修很多，因此 2Q25 財報公布時輕易地就能超越預期

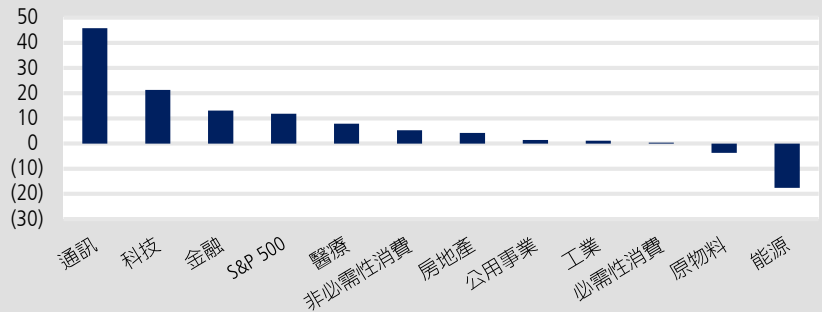
S&P 500 實際公布與 4/1、6/30 預估營收、獲利成長，百分比



資料來源：Factset；凱基整理

圖 2：分產業來看，通訊服務與科技獲利成長明顯領先其他類股

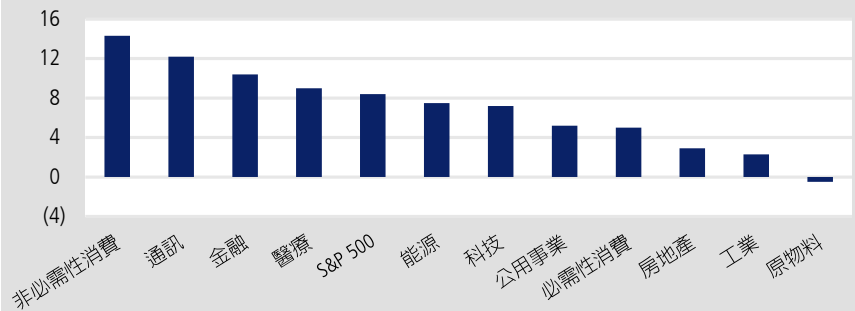
2Q25 S&P 500 各產業獲利成長，百分比



資料來源：Factset；凱基整理

圖 3：而非必需性消費、通訊與金融等類股，獲利超越預期的程度最大

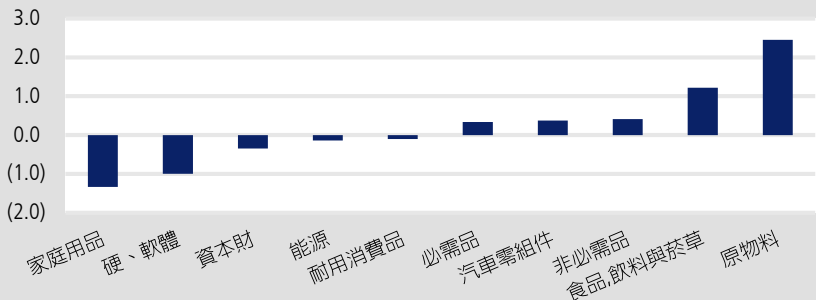
2Q25 S&P 500 各產業獲利驚奇，百分比



資料來源：Factset；凱基整理

圖 4：令人驚訝的是，許多關稅曝顯高的行業，2Q25 利潤率卻能維持在不錯的水準

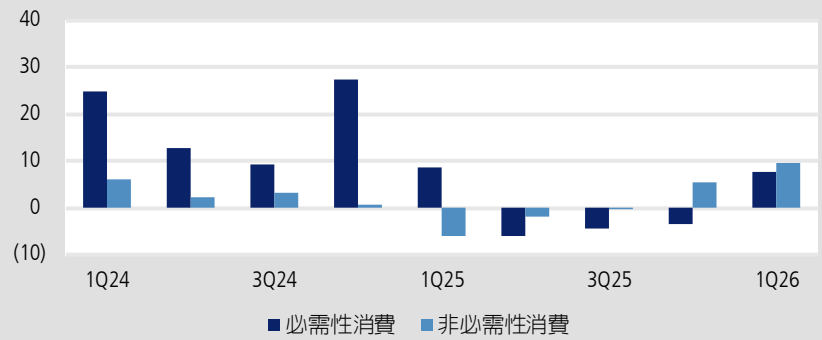
各產業營益率變化：2Q vs 1Q，百分比



資料來源：Factset；凱基整理

圖 5：但整個消費類股獲利確實面臨到壓力，而且可能會持續到年底

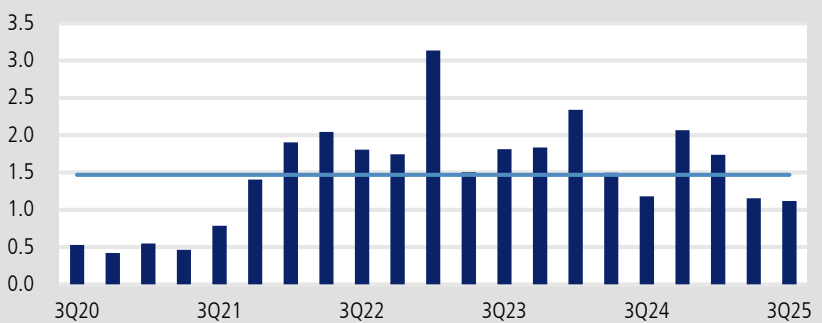
消費股獲利成長與預估，百分比



資料來源：Factset；凱基整理

圖 6：部分企業在 2Q25 財報尚可後，似乎對 3Q25 的獲利展望也樂觀了起來

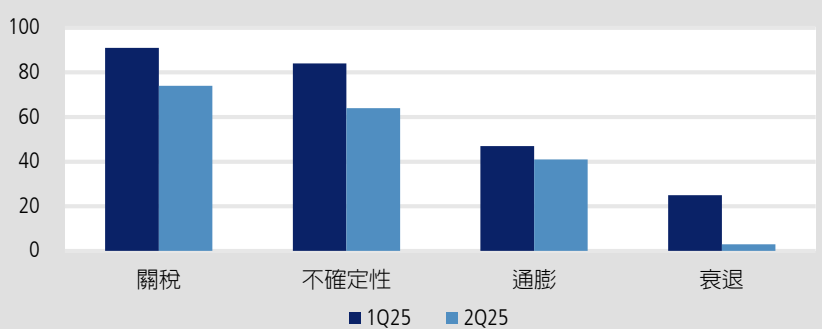
獲利展望負向/正向比率，比值



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 7：企業越來越不擔心經濟衰退，但仍很關心關稅與整個不確定性

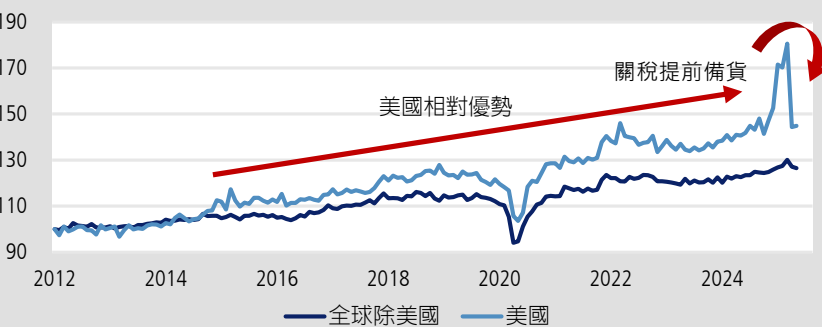
S&P 500 公司財報中提到各議題的比例，百分比



資料來源：FactSet；凱基整理

圖 8：美國進口出現明顯校正回歸

全球(不包含美國)、美國進口量變化(2012/1=100)，百分比



資料來源：Bloomberg、CPB；凱基整理

圖 9：全球製造業新出口訂單下行

全球製造業 PMI：新出口訂單，點

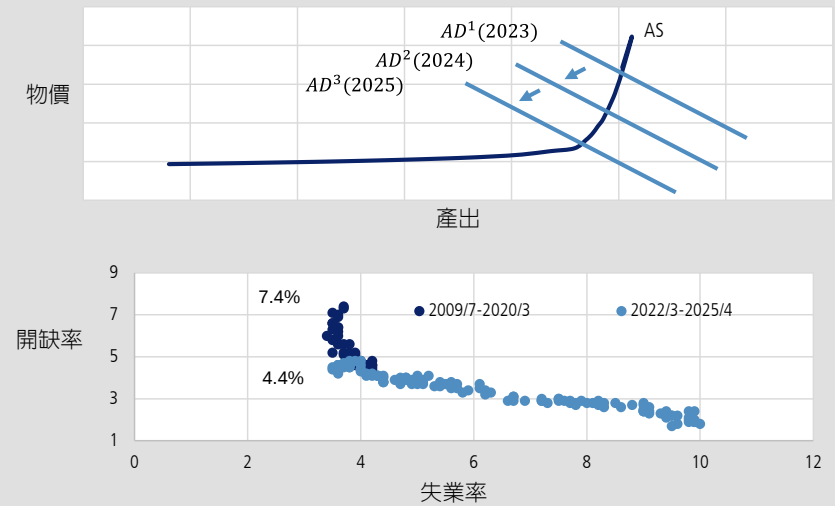


資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 10：當失業率達到一個臨界點時，需求曲線會內縮到經濟 output 有感下滑的境界

上層：總合供給與總合需求曲線

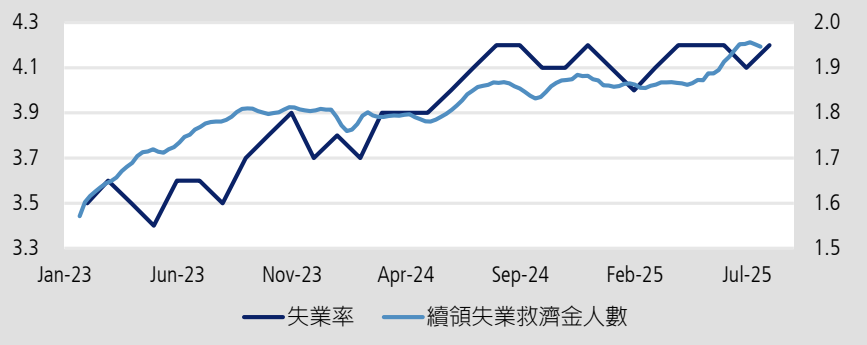
下層：Beveridge 曲線：失業率，百分比(橫軸)；開缺率，百分比(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 11：隨著續領失業救濟金人數增加，未來失業率必然上升

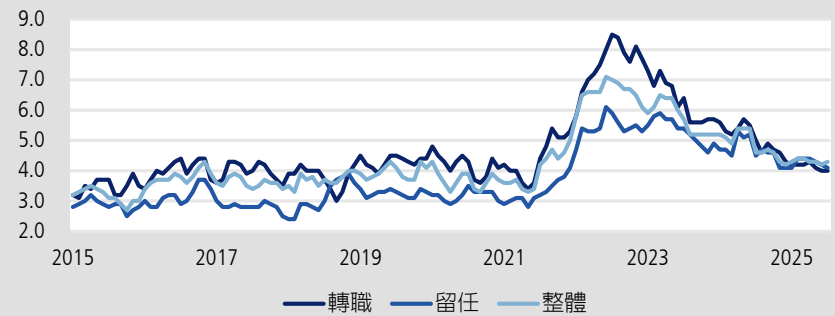
失業率，百分比(左軸)；續領失業救濟金人數，百萬(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基整理

圖 12：勞動市場下行的另一個面向就是轉職者加薪幅度已沒有高於、甚至低於待在原公司者

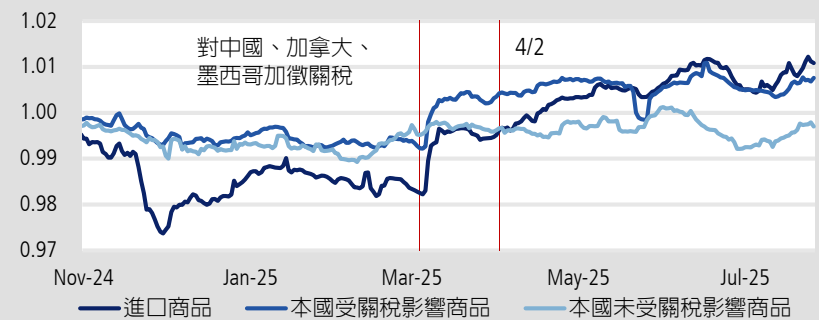
Fed 亞特蘭大分行薪資成長追蹤：轉職、留任、整體，百分比



資料來源：Fed 亞特蘭大分行；凱基整理

圖 13：進口物價在 3 月的預期心理與 4 月開始實施的對等關稅都造成拉升的影響，而本國受關稅影響的物價則較明顯地反應在一開始 3 月的預期心理

每日物價指數(2024/10=1)：進口商品、受關稅影響商品、本國未受關稅影響商品，點



資料來源：哈佛大學；凱基整理

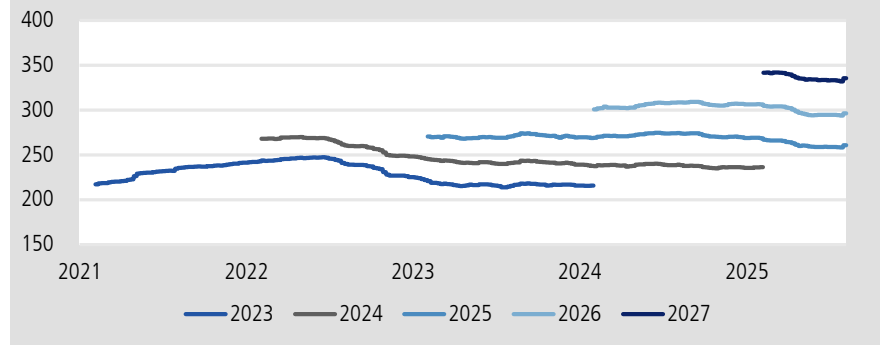
圖 14：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
9/11	ECB會議	關注最新釋出的經濟預估，預期年底前仍有降息1碼空間
9/19	BoJ會議	關注美日達成協議後會後聲明和記者會的變化，判斷年底前是否有升息1碼的可能
9/16-17	FOMC會議	7月非農就業數據公布後，市場預期9月Fed降息1碼機率大幅上升至9成

資料來源：凱基整理

圖 15：S&P 500 各年度 EPS 預估

S&P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Refinitiv；凱基

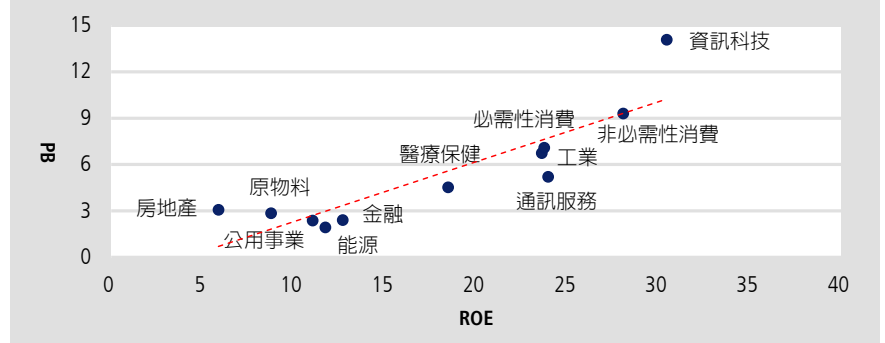
圖 16：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025	2026
S&P 500	13.7	12.9	8.2	7.2	11.7	11.9	12.1	10.2	13.3
非必需性消費	10.0	6.6	(1.2)	(1.5)	9.4	9.5	20.2	2.8	13.3
必需性消費	(5.4)	0.8	(2.6)	5.1	7.3	7.7	4.0	(0.2)	7.8
能源	(16.5)	(18.5)	(7.6)	(1.6)	6.5	19.1	(20.1)	(11.7)	17.6
金融	5.4	13.9	10.1	4.8	14.6	6.0	18.9	8.1	11.6
醫療保健	46.4	8.6	0.0	4.4	5.0	7.8	5.2	12.7	9.6
工業	11.2	4.5	17.0	1.2	12.0	17.9	2.4	8.2	16.9
原物料	1.0	(1.5)	15.3	13.8	18.5	15.2	(6.3)	3.0	17.7
房地產	(7.0)	1.6	18.6	0.8	14.6	7.5	3.2	3.6	9.8
資訊科技	18.1	23.0	20.4	16.8	22.7	21.0	21.5	19.5	18.9
通訊服務	31.1	48.8	6.0	7.5	(1.2)	6.1	26.2	20.5	8.1
公用事業	6.1	(1.8)	(1.6)	9.7	7.2	9.5	16.5	4.7	8.6

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 17：S&P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

附錄：ETF 分類索引

多元資產

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

資料來源：凱基整理

股市

地區&國家

全球	ACWI	iShares MSCI ACWI ETF
全球除美國	SPDW	SPDR Portfolio Developed World ex-US ETF
EAFE	IEFA	iShares Core MSCI EAFE ETF
美國(標普 500)	SPY	SPDR S&P 500 ETF Trust
作空標普 500	SH	ProShares Short S&P500
3 倍作空標普 500	SPXU	ProShares UltraPro Short S&P500
美國(道瓊)	DIA	SPDR Dow Jones Industrial Average ETF Trust
3 倍作空道瓊	SDOW	ProShares UltraPro Short Dow30
美國(Nasdaq 100)	QQQ	Invesco QQQ Trust
3 倍作多 Nasdaq 100	TQQQ	ProShares UltraPro QQQ
放空 Nasdaq 100	PSQ	ProShares Short QQQ
3 倍放空 Nasdaq 100	SQQQ	ProShares UltraPro Short QQQ
歐元區	EZU	iShares MSCI Eurozone ETF
歐洲避險	HEDJ	WisdomTree Europe Hedged Equity Fund
日	EWJ	iShares MSCI Japan ETF
日避險	DXJ	WisdomTree Japan Hedged Equity Fund
英	EWU	iShares MSCI United Kingdom ETF
德	EWG	iShares MSCI Germany ETF
法	EWQ	iShares MSCI France ETF
瑞士	EWL	iShares MSCI Switzerland ETF
瑞典	EWD	iShares MSCI Sweden ETF
新興市場	EEM	iShares MSCI Emerging Markets ETF
亞洲除日本	AAJ	iShares MSCI All Country Asia ex-Japan ETF
中	FXI	iShares China Large-Cap ETF
中滬深 300	ASHR	Xtrackers Harvest CSI 300 China A-Shares ETF
中國 3 倍作多	YINN	Direxion Daily FTSE China Bull 3X Shares
中國 3 倍作空	YANG	Direxion Daily FTSE China Bear 3X Shares
中企美國上市	PGJ	Invesco Golden Dragon China ETF
港	EWH	iShares MSCI Hong Kong ETF
韓	EWY	iShares MSCI South Korea ETF
台灣	0050.TW	Yuantai/P-shares Taiwan Top 50 ETF
印度	INDA	iShares MSCI India ETF
巴西	EWZ	iShares MSCI Brazil ETF
越南	VNM	VanEck Vietnam ETF

風格

美國成長	IVW	iShares S&P 500 Growth ETF
EAFE 價值	EFV	iShares MSCI EAFE Value ETF
小型股(羅素 2000)	IWM	iShares Russell 2000 ETF
小型股 3 倍作多	TNA	Direxion Daily Small Cap Bull 3X Shares
放空羅素 2000	RWM	ProShares Short Russell2000
大型成長股	SPYG	SPDR Portfolio S&P 500 Growth ETF
大型價值股	SPYV	SPDR Portfolio S&P 500 Value ETF
小型成長	SLYG	SPDR S&P 600 Small Cap Growth ETF
小型價值股	SLYV	SPDR S&P 600 Small Cap Value ETF
標普高 beta(proxy 循環股)	SPHB	Invesco S&P 500 High Beta ETF
美股息	SCHD	Schwab US Dividend Equity ETF
全球高股息	IDV	iShares International Select Dividend ETF
美國低波動	USMV	iShares MSCI USA Min Vol Factor ETF
財務強健	FTCS	First Trust Capital Strength ETF
美國基本面加權中小股	PRFZ	Invesco FTSE RAFI US 1500 Small-Mid ETF
S&P 500 品質股	SPHQ	Invesco S&P 500 Quality ETF

類股/產業

科技	XLK	Technology Select Sector SPDR Fund
能源	XLE	Energy Select Sector SPDR Fund
醫療	XLV	Health Care Select Sector SPDR Fund
必須性消費	XLP	Consumer Staples Select Sector SPDR Fund
公用事業	XLU	Utilities Select Sector SPDR Fund
非必須性消費	XLY	Consumer Discretionary Select Sector SPDR Fund
通訊服務	XLC	Communication Services Select Sector SPDR Fund
原材料	XLB	Materials Select Sector SPDR Fund
金融	XLF	Financial Select Sector SPDR Fund
金融 3 倍作空	FAZ	Direxion Daily Financial Bear 3X Shares
工業	XLI	Industrial Select Sector SPDR Fund
房地產	XLRE	Real Estate Select Sector SPDR Fund
房地產 3 倍作多	DRN	Direxion Daily Real Estate Bull 3x Shares
半導體	SMH	VanEck Semiconductor ETF
半導體 3 倍作多	SOXL	Direxion Daily Semiconductor Bull 3x Shares
軟體	IGV	iShares Expanded Tech-Software Sector ETF
零售	XRT	SPDR S&P Retail ETF
電商	IBUY	Amplify Online Retail ETF
餐飲	PBJ	Invesco Dynamic Food & Beverage ETF
銀行	KBWB	Invesco KBW Bank ETF
地區性銀行	KRE	SPDR S&P Regional Banking ETF
大銀行 3 倍作多	BNKU	MicroSectors U.S. Big Banks Index 3X Leveraged ETNs
保險	KIE	SPDR S&P Insurance ETF
油氣探勘與生產	XOP	SPDR S&P Oil & Gas Exploration & Production ETF
油氣設備與服務	OIH	VanEck Oil Services ETF
天然氣公司	FCG	First Trust Natural Gas ETF
金屬&採礦	XME	SPDR S&P Metals & Mining ETF
銅開採	COPX	Global X Copper Miners ETF
基建	PAVE	Global X US Infrastructure Development ETF
運輸	IYT	iShares US Transportation ETF
航空	JETS	U.S. Global Jets ETF
國防/軍工	SHLD	Global X Defense Tech 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
歐洲金融	EUFN	iShares MSCI Europe Financials ETF
中國科技股	CQQQ	Invesco China Technology ETF
中國網路	KWEB	KraneShares CSI China Internet ETF
主題		
ESG	ESGU	iShares ESG Aware MSCI USA ETF
新興市場 ESG	ESGE	iShares ESG Aware MSCI EM ETF
儲能	00902.TW	CTBC Battery & Energy Storage Technology ETF
綠能	ICLN	iShares Global Clean Energy ETF
太陽能	TAN	Invesco Solar ETF
自駕/電動車	DRIV	Global X Autonomous & Electric Vehicles ETF
鋰電池	LIT	Global X Lithium & Battery Tech ETF
物聯網	SNSR	Global X Internet of Things ETF
機器人&自動化	ROBO	ROBO Global Robotics & Automation Index ETF
量子電腦	QTUM	Defiance Quantum ETF
生成式 AI	AIQ	Global X Artificial Intelligence & Technology ETF
網路資安	CIBR	First Trust NASDAQ Cybersecurity ETF
雲端運算	SKYY	First Trust Cloud Computing ETF
區塊鏈	BLOK	Amplify Transformational Data Sharing ETF
元宇宙	METV	Roundhill Ball Metaverse ETF
FAANG 3 倍作多	FNGA	MicroSectors FANG+™ Index 3X Leveraged ETN
庫藏股回購	PKW	Invesco BuyBack Achievers™ ETF
IPO	FPX	First Trust US Equity Opportunities ETF
通膨受益	INFL	Horizon Kinetics Inflation Beneficiaries ETF
護城河	MOAT	VanEck Morningstar Wide Moat ETF
現金牛	COWZ	Pacer US Cash Cows 100 ETF
智慧電網	GRID	First Trust Nasdaq Clean Edge Smart GRID Infrastructure Index
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	PFI	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
能源			白銀 2 倍作多	AGQ	ProShares Ultra Silver
原油	USO	United States Oil Fund LP	白金	PPLT	abrdn Physical Platinum Shares ETF
原油 2 倍作多	UCO	ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil	鉑金	PALL	abrdn Physical Palladium Shares ETF
原油 2 倍作空	SCO	ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil	工業金屬	DBB	Invesco DB Base Metals Fund
天然氣	UNG	United States Natural Gas Fund LP	鋼鐵	SLX	VanEck Steel ETF
天然氣 2 倍作多	BOIL	ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas	銅	CPER	United States Copper Index Fund
天然氣 2 倍作空	KOLD	ProShares UltraShort Bloomberg Natural Gas	稀土	REMX	VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF
碳權	KRBN	KraneShares Global Carbon Strategy ETF	農產品		
鈾礦(公司)	URA	Global X Uranium ETF	農糧總指數	DBA	Invesco DB Agriculture Fund
			黃豆	SOYB	Teucrium Soybean Fund
			小麥	WEAT	Teucrium Wheat Fund
			玉米	CORN	Teucrium Corn Fund

資料來源：凱基整理

外匯及虛幣

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

資料來源：凱基整理

美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar					3.1			2.4			(0.5)			3.0	
	GDP年增率	YoY %	6.1	2.5	2.9	2.8	2.7			2.5			2.0			2.0	
物價	消費者物價指數	YoY %	4.7	8.0	4.1	3.0	2.5	2.4	2.6	2.7	2.9	3.0	2.8	2.4	2.3	2.4	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	3.6	6.2	4.8	3.4	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.1	2.8	2.8	2.8	3.1
	PCE物價指數	YoY %	4.1	6.6	3.8	2.5	2.3	2.1	2.3	2.5	2.6	2.6	2.7	2.3	2.2	2.4	2.6
	核心PCE指數	YoY %	3.6	5.4	4.2	2.8	2.7	2.7	2.8	2.8	2.9	2.7	2.9	2.7	2.6	2.8	2.8
勞動市場	勞動參與率	%	62.0	62.3	62.5	62.5	62.7	62.7	62.5	62.5	62.6	62.4	62.5	62.6	62.4	62.3	62.2
	失業率	%	5.4	3.6	3.6	4.0	4.2	4.1	4.1	4.2	4.1	4.0	4.1	4.2	4.2	4.1	4.2
	非農業就業增加數	千	7,233	4,555	2,594	2,012	71	240	44	261	323	111	102	120	158	19	73
	勞動力就業淨變動	千	6,124	3,160	1,865	537	206	377	(346)	(273)	478	2,234	(588)	201	461	(696)	93
	Challenge企業宣告裁員人數	YoY %	(1.2)	(1.7)	2.1	(0.9)	1	53	51	27	11	(40)	103	205	63	47	(2)
	職缺求供比	倍	1.56	1.75	1.58	1.43	1.46	1.29	1.42	1.51	1.40	1.45	1.39	1.33	1.32	1.41	1.43
	平均時薪	YoY %	5.0	4.9	4.1	4.0	4.0	3.9	4.1	4.2	4.0	3.9	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	4.4	3.4	0.2	(0.3)	(0.1)	(0.7)	(0.4)	(0.9)	0.4	1.4	1.1	1.3	0.8	0.8	1.4
	耐久財訂單	YoY %	18.4	8.8	3.7	(1.7)	(1.0)	(1.8)	4.8	(5.1)	(3.4)	3.5	(0.1)	9.8	2.6	17.5	12.6
	核心資本財訂單	YoY %	13.4	8.6	(2.5)	(0.6)	(1.8)	0.5	0.2	(1.1)	1.9	3.3	(0.9)	2.2	0.5	2.2	4.6
	整體存銷比	倍	1.29	1.36	1.41	1.40	1.41	1.41	1.41	1.40	1.39	1.40	1.39	1.38	1.38	1.39	1.38
	製造業存銷比	倍	1.49	1.53	1.59	1.58	1.58	1.58	1.58	1.58	1.57	1.57	1.57	1.57	1.58	1.57	1.57
	零售業存銷比	倍	1.14	1.23	1.27	1.31	1.33	1.33	1.32	1.31	1.29	1.31	1.29	1.29	1.29	1.30	1.30
	ISM製造業採購經理人指數	點	60.6	53.5	47.1	48.2	47.5	47.5	46.9	48.4	49.2	50.9	50.3	49.0	48.7	48.5	48.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	62.4	56.1	52.7	52.4	51.6	54.5	55.8	52.5	54.0	52.8	53.5	50.8	51.6	49.9	50.8
	ISM新訂單指數	點	64.3	51.6	46.0	48.7	45.6	46.7	47.9	50.3	52.1	55.1	48.6	45.2	47.2	47.6	46.4
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	0.38	(0.00)	(0.13)	(0.15)	(0.05)	(0.21)	(0.50)	(0.05)	0.36	(0.39)	0.39	0.15	(0.41)	(0.16)	(0.10)
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	7.1	0.4	(7.5)	(4.8)	(4.6)	(4.3)	(3.7)	(3.0)	(3.0)	(2.7)	(3.0)	(3.5)	(4.3)	(3.9)	(4.0)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	(15.1)	11.8	43.9	9.5		0.0			6.2			18.5			9.5
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(1.2)	12.4	(42.3)	(18.2)		(21.3)			9.4			(20.3)			(28.6)
房市	建築許可	千, saar	1,735	1,684	1,516	1,474	1,476	1,434	1,428	1,508	1,480	1,460	1,454	1,481	1,422	1,394	1,393
	新屋開工	千, saar	1,603	1,552	1,421	1,371	1,391	1,357	1,352	1,295	1,514	1,358	1,490	1,355	1,398	1,263	1,321
	新屋銷售	千, saar	769	637	665	685	693	717	621	675	718	662	642	660	705	623	627
	成屋銷售	百萬, saar	6.1	5.1	4.1	4.1	3.9	3.9	4.0	4.2	4.3	4.1	4.3	4.0	4.0	4.0	3.9
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	18.7	4.9	6.5	4.6	5.2	4.6	4.3	4.4	4.6	4.8	4.5	4.1	3.4	2.7	
消費	個人支出	年比%, sa	8.8	3.0	2.5	2.8	2.9	3.2	3.1	3.1	3.1	2.9	2.5	2.8	2.9	2.2	2.1
	零售銷售	YoY %	18.1	9.1	3.5	2.6	1.9	2.0	3.1	3.9	4.6	4.6	3.9	5.1	5.0	3.4	3.9
	零售銷售扣除汽車	YoY %	17.2	10.6	3.3	2.8	2.2	2.5	3.0	3.1	3.7	4.4	4.3	4.2	4.1	3.7	3.8
	國內汽車銷售	百萬, sa	179.2	164.8	185.2	189.3	15.1	15.8	16.0	16.5	16.8	15.6	16.0	17.8	17.3	15.7	15.3
	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	105.6	99.2	109.6	112.8	109.5	105.3	100.1	93.9	85.7	98.4	95.2
	密西根大學消費者信心指數	點	77.6	59.0	65.4	72.5	67.9	70.1	70.5	71.8	74.0	71.7	64.7	57.0	52.2	60.7	61.7
財政	財政餘額	佔GDP%	(10.4)	(5.3)	(6.3)	(6.9)	(7.0)	(6.2)	(6.9)	(7.1)	(6.9)	(7.2)	(7.2)	(7.0)	(6.8)	(6.7)	(6.3)
	經常帳	佔GDP%	(3.7)	(3.8)	(3.4)	(4.1)		(3.8)			(4.0)			(4.6)			
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	907	1,321	1,005	771	96.6	210.3	119.2	49.1	47.4	(42.4)	113.0	162.3	(7.7)	266.8	150.8
	聯邦資金利率	%	0.25	4.50	5.50	4.50	5.50	5.00	5.00	4.75	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50	4.50
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	1.51	3.87	3.88	4.57	3.90	3.78	4.28	4.17	4.57	4.54	4.21	4.21	4.16	4.40	4.23
	美元指數	點	95.7	103.5	101.3	108.5	101.7	100.8	104.0	105.7	108.5	108.4	107.6	104.2	99.5	99.3	96.9

資料來源：Bloomberg；凱基

台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2021	2022	2023	2024	Aug-24	Sep-24	Oct-24	Nov-24	Dec-24	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25
GDP	GDP年增率	YoY %	6.7	2.7	1.1	4.8	4.2		3.8		5.5		8.0				
物價	消費者物價指數	YoY %	2.0	3.0	2.5	2.2	2.4	1.8	1.7	2.1	2.1	1.6	2.3	2.0	1.5	1.4	1.5
	核心消費者物價指數	YoY %	1.9	2.7	2.4	1.7	1.8	1.8	1.6	1.7	1.7	2.3	1.0	1.7	1.6	1.5	1.7
勞動市場	失業率	%	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	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	13.1	11.8	8.9	10.6	19.8	4.9	18.2	12.8	23.7	22.1	18.7
	Markit台灣製造業PMI	點			46.3	50.9	51.5	50.8	50.2	51.5	52.7	51.1	51.5	49.8	47.8	48.6	47.2
	景氣對策燈號						紅	黃紅	黃紅	黃紅	紅	黃紅	黃紅	黃紅	黃紅	綠	綠
	景氣綜合判斷分數	點	39.0	24.2	14.4	34.0	39.0	34.0	32.0	34.0	38.0	35.0	37.0	35.0	33.0	31.0	29.0
	景氣領先指標	YoY %	4.8	(3.2)	(1.6)	2.3	8.1	8.4	8.5	8.4	8.2	7.9	7.3	6.3	5.2	4.2	3.4
	景氣同時指標	YoY %	8.6	(1.5)	(9.3)	4.8	9.9	9.7	9.8	10.2	10.8	11.5	12.5	13.6	14.6	15.6	16.5
消費	零售銷售	YoY %	3.3	7.4	9.7	3.3	1.1	3.4	(0.5)	2.2	3.1	5.5	(3.8)	0.4	(0.6)	(1.4)	(2.9)
外貿	出口	十億美元	446.6	479.7	432.6	475.3	43.6	40.6	41.3	41.1	43.6	38.7	41.3	49.6	48.7	51.7	53.3
	進口	十億美元	381.3	428.1	352.1	394.7	32.1	33.5	34.4	33.2	37.5	28.7	34.8	42.6	41.5	39.1	41.3
	貿易收支	十億美元	65.3	51.6	80.5	80.5	11.5	7.1	6.9	7.9	6.1	10.0	6.6	7.0	7.2	12.6	12.1
	出口成長率	YoY %	29.4	7.4	(9.8)	9.9	16.8	4.5	8.4	9.7	9.1	4.4	31.4	18.5	29.9	38.6	33.7
	進口成長率	YoY %	33.4	12.3	(17.8)	12.1	11.6	17.3	6.0	19.7	30.4	(17.2)	47.5	28.8	32.3	25.0	17.3
	外銷訂單	十億美元	674.1	666.8	561.0	589.5	50.2	53.8	55.5	52.3	52.9	47.0	49.5	53.0	56.4	57.9	56.8
	外銷訂單成長率	YoY %	26.3	(1.1)	(15.9)	5.1	9.1	4.7	4.9	3.3	20.8	(3.0)	31.1	12.5	19.8	18.5	24.6
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	12.8	4.1	3.1	4.0	4.1	4.1	4.9	4.6	4.0	4.4	3.1	1.8	1.9	2.0	2.4
	M2貨幣供給	YoY %	8.0	7.1	5.3	5.5	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5	5.5	5.2	4.4	3.9	3.3	3.5
	外匯存底	十億美元	548.4	554.9	570.6	576.7	579.1	577.9	576.9	578.0	576.7	577.6	577.6	578.0	582.8	593.0	598.4
	重貼現率	%	1.1	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWD	27.7	30.7	30.7	32.8	32.0	31.7	32.0	32.5	32.8	32.7	32.8	33.2	32.0	29.9	29.6

資料來源：Bloomberg；凱基

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

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未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。