

總體經濟週報

在經濟軟著陸的情況下，債券市場最多是個慢牛行情

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

賴怡欣

YiSin.Lai@yuanta.com

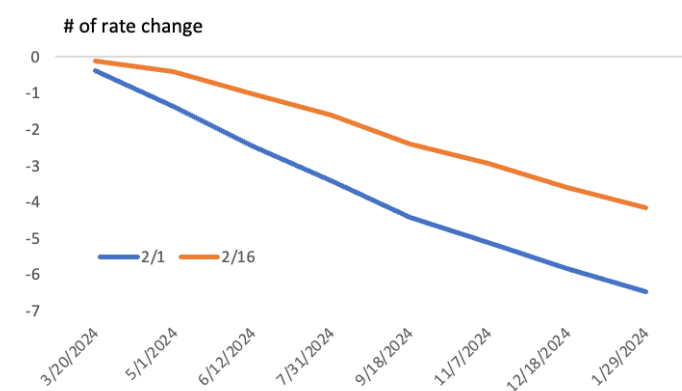
評論

- 有韌性的美國經濟數據（ISM 指數、消費者信心）以及降幅低於預期的物價數據（CPI、PPI），造成市場向後推遲 Fed 首次降息時點並下修累計降息幅度，殖利率相應明顯反彈。許多投資人認為，由於下半年 Fed 還是會降息，因此這次殖利率的反彈是難得加碼債券的機會，因為一旦開始降息，債券投資將有相當大的資本利得空間。對此，我們持懷疑的態度。
- 過往當 Fed 開始降息時，往往同時伴隨著經濟衰退的到來，因此債券市場迎來多頭無庸置疑。但這次經濟比較可能的是軟著陸，過去多數降息週期後債券走勢的經驗可能不具參考性。
- 我們認為 1995~1996 年經濟軟著陸的降息經驗可能更具有參考性，因為：降息起點的利率水準值與現在差異不大、當時累計降息幅度與 Fed 點陣圖和市場預測路徑差不多、聯準會並沒有連續降息、同樣有科技循環帶動生產力向上。
- 1995~1996 年的三次降息，雖然殖利率累計下滑 60 個基點，但振幅非常劇烈。而且在 1996/1 停止降息不久後，市場出現失望性賣壓。由此可知，軟著陸下的預防性降息，對債券市場來說很可能是一個如同雲霄飛車般的慢牛行情。
- 另外兩點理由，讓經濟軟著陸下的預防性降息可能不會伴隨著債券殖利率大幅下滑：
1) RRP 將在 4~5 月間用罄，屆時美國財政部就不太可能在不影響市場流動性的情況下融資龐大的政府赤字；
2) 美國公債主要的新增買盤已經轉移到要求利率比較高的家庭部門與非金融企業部門，而不是過去不重視利率水準的外國央行，或者重視資本利得的金融機構。
- 未來一週美國市場的關注焦點在於週三（2/21）Nvidia 的財報與法說會、週三（2/21）FOMC 會議記錄，以及多個 Fed 官員的談話，預料 Fed 官員將重申需要觀察更多數據才能決定是否降息的立場，但因為目前物價降溫的趨勢並沒有改變，預料 Fed 官員不會改變今年年中後將會降息的看法。在週三發佈的 FOMC 會議紀錄中，我們認為觀察重點在於中性實質利率的討論，假設有越來越多官員懷疑中性利率已經上升，這將會影響未來潛在降息的幅度以及時程。日本將在本週三（2/21）公布 1 月份的出口，預料在汽車與半導體出口成長的帶動下，1 月份的出口可望接近兩位數的成長。歐洲央行將在週四（2/22）公布會議記錄，我們預期最新的會議紀錄將不會暗示 3 月降息，投資人關注的焦點在於是否與會官員有討論到需要等待觀察最新的勞資協議後才決定是否降息，如果與會官員有這樣的共識，那麼降息時間點可能要延後到 6 月。週四（2/22）歐元區還將公布 PMI 數據，儘管我們預期歐元區經濟將逐漸築底，PMI 將不會惡化。中國將在週二（2/20）公布 LPR 利率，預料人行維持利率不變，這樣的決議將會令市場失望。

一、經濟觀點：在經濟軟著陸的情況下，債券市場最多是個慢牛行情

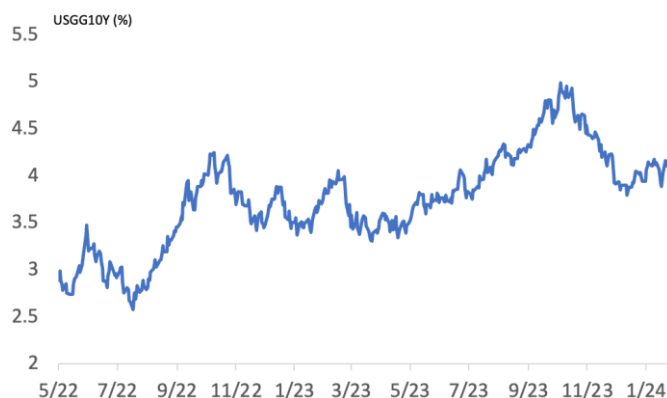
多數人心中所想的降息是，一旦啟動降息後，聯準會在每次會期都會降息，直到利率回到 FOMC 經濟預測摘要 (SEP) 中所說的長期(Longer Run)利率水準，也就是 2.5%，而債券市場也將重新迎來多頭。如此一來，農曆新年期間，有韌性的美國經濟數據 (ISM 指數、消費者信心) 以及降幅低於預期的物價數據 (CPI、PPI)，造成市場向後推遲 Fed 首次降息時點並下修累計降息幅度 (2 月 1 日時市場預期 5 月有 96.9% 的機率降息，全年降息幅度 6 碼；2 月 16 日時市場預期 6 月降息機率只剩下 60.6%，全年降息幅度 3 碼，圖 1-1)，所造成的美債殖利率上彈 (美國 10 年期公債殖利率從 2 月 1 日的 3.88% 上升至 2 月 16 日的 4.29%，圖 1-2)，將是難得一見的長天期債券買點，因為一旦當下半年 Fed 開始降息，長天期債券將有相當大的資本利得空間。

圖 1-1：2/1 & 2/16 聯邦資金利率路徑



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-2：美國 10 年期公債殖利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

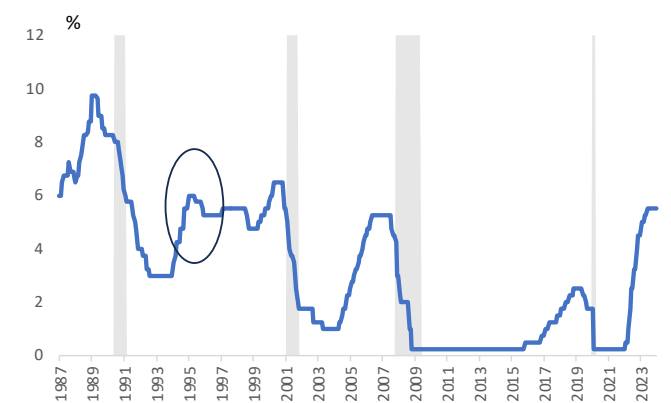
必須強調的是，過往當 Fed 開始降息時，往往同時伴隨著經濟衰退的到來，因此債券市場迎來多頭無庸置疑，然而根據 2 月 13 日美銀美林基金經理人調查報告，只剩下 11% 受訪者認為未來一年經濟會陷入衰退，而 65% 的受訪者認為經濟軟著陸、19% 的受訪者認為經濟不會著陸，也就是說歷史上絕大多數降息週期的經驗 (通常伴隨著經濟衰退) 其實不能與當前情況作類比。唯一一個可能能夠類比的經驗是葛林斯班主席任內，為了應付通膨高漲而在 1994 年 1 月~1995 年 2 月將聯邦資金利率從 3.0% 快速調升到 6.0% 後，在經濟沒有衰退的情況下，從 1995 年 4 月開始到 1996 年 2 月將聯邦資金利率調降到 5.25% 的軟著陸經驗可以作為參考。

1995~1996 年降息的經驗之所以有相當大的參考性，主要有幾點理由：

- 一、降息起點的利率水準值與現在差異不大：當時 Fed 是從 6.0% 開始降息，而這次 Fed 是從 5.5% 開始降息。
- 二、累計降息幅度與 Fed 點陣圖和市場預測路徑差不多：當時 Fed 累計降息三碼 (0.75%)，而這次 Fed 點陣圖與 2/16 市場預測，2024 年累計降息幅度 3 碼。
- 三、聯準會並沒有連續降息：聯準會第一次降息在 1995 年 7 月，接下來間隔半年到 1995 年 12 月才開始第二次降息。這種緩慢的降息速度，跟鮑爾在 1/31 的 FOMC 會議中所提到，目前聯準會其實並不清楚中性實質利率到底在哪裡，所以不確定降息過後的利率水準是否仍然過緊，而需要觀察一段時間數據再做進一步動作的講法不謀而合。
- 四、當時正處美國生產力向上時期：在高利率的情況下，美國經濟始終沒有如市場預期減弱的關鍵，與當時美國正處在 ICT 革命帶動的生產力向上有關，而這一次則是 AI 革命。

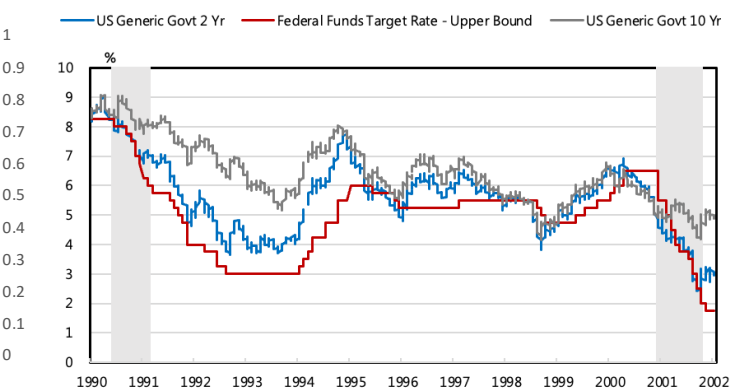
如果當時的經驗值得參考，那期待降息後債券殖利率一路向下的投資人可能會失望。在預期 Fed 將停止升息下，美國 10 年期公債殖利率在還沒有到達升息終點前就觸及高點（1994/11/21 的 8.01%），到降息前夕殖利率已經下滑到 6.18%。雖然之後在第三次降息（1996/1/31）時殖利率一度下滑至 5.58%，但這段期間 60 個基點的殖利率下滑並不是一個平順的過程，殖利率高低點分別是 6.61% 及 5.52%，振幅非常劇烈。而且在 1996/1 停止降息不久後，市場出現失望性賣壓，即便 Fed 維持利率水準在 5.25%，殖利率甚至一度竄升到 7.06%（圖 1-4）。由此可知，軟著陸下的預防性降息，對債券市場來說很可能是一個如同雲霄飛車般的慢牛行情。

圖 1-3：聯邦資金利率與經濟衰退期



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-4：90~02 年美國 2、10 年公債與聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

況且還有籌碼面的因素會壓抑 Fed 啟動降息後的長天期債券殖利率降幅，目前美國仍然有龐大的財政赤字，2024 年財政赤字預料將與 2023 年相當，這意味著債券供給量依然龐大。目前美國巨大財政赤字之所以不會造成利率大幅彈升，關鍵的原因在於量化緊縮政策（QT）還沒有完全收回疫情後 QE 向市場注入的龐大流動性，這點可以從 2 月 16 日 RRP 餘額仍然高達 5321 億美元看出，這個龐大的 RRP 給與美國財政部可以在不引起殖利率上升的情況下進行龐大的融資。理由在於，RRP 主要是由貨幣市場基金所存入，而這些貨幣市場基金通常是在貨幣市場上買不到足夠的券後，才會將過剩的資金存入 Fed 帳上的 RRP（這筆資金就沒有在金融市場流通），也就是說只要財政部提高以國庫券融資的比例，就可以在不抽走市場流動性的情況（發行債券）達到融資龐大財政赤字的目的。而實際上從去年 6 月開始，美國財政部就這麼做了，這點可以從去年起 RRP 餘額下降的幅度幾乎等於美國流通在外國庫券增加的幅度看出（圖 1-5）。然而，我們估計 RRP 餘額將在今年 4~5 月間耗盡，也就是說，從 5 月開始，美國財政部就不太可能在不影響市場流動性的情況下融資龐大的政府赤字。

另一個需要關注的籌碼面因素是債券買盤的結構已經發生重大的改變，過去在全球化的時代，美債的買盤主要來自於外國央行，雖然金融海嘯後來自於外國央行的買盤縮減，但 Fed 採取寬鬆的貨幣政策讓 Fed 以及美國金融機構成為債券的主要買盤。然而在可預見的未來，這三大美債的買盤都無法延續，理由在於：

一、中美脫鉤下，全球進入到去全球化的時代，可以想見來自於外國央行的債券買盤將無法增加。

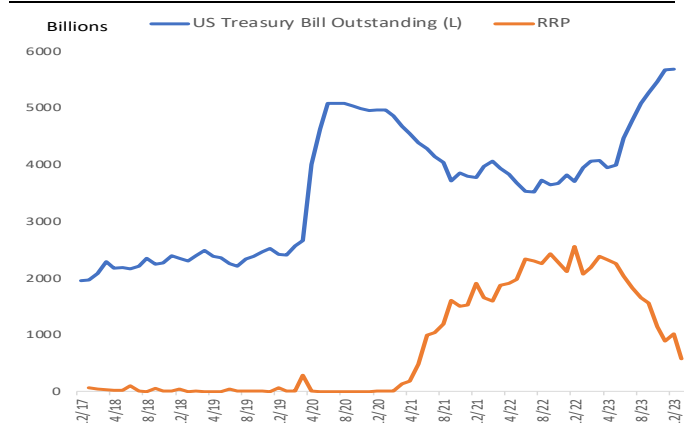
二、聯準會已經啟動縮表（QT），因此央行買盤也將無以為繼。

三、金融機構目前帳上有龐大的未實現虧損，加上銀行存款利率比不上貨幣市場基金，以至於金融機構的存款規模難以擴大，限縮了金融機構額外買債的能力。

從 2022 年開始至 2023 年 Q3，聯準會減少了 1.48 兆美元的債券購買、金融機構減少了 1.24 兆美元的債券購買、而外國央行減少了 0.09 兆美元的債券購買。取而代之的，現在的債券新增買盤主要來自於資產負債表健康的家庭部門以及非金融企業部門（圖 1-6），累計增加 1.57 兆美元。

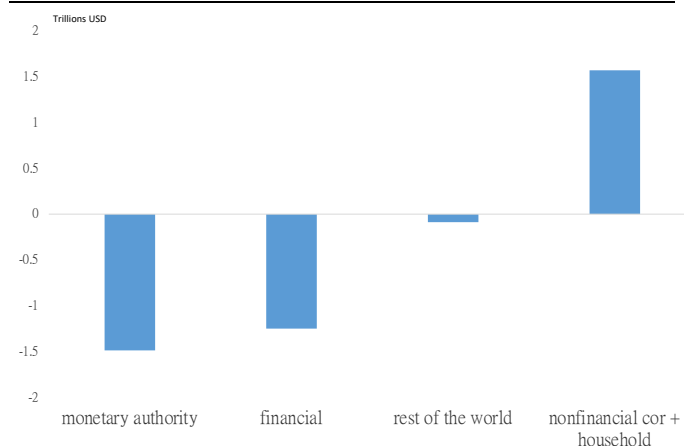
然而必須注意的是，家庭部門和非金融企業買進債券通常不會有太大的資本利得動機，動機主要是基於高利率、多年期定存的考量，如果利率下降的太快，這部分的買盤將會縮手。觀察 1950 年以來美債持有者的分佈可以發現，家庭與非金融企業部門在網路泡沫以前的持有美國公債量佔總發行量有 22.71%，但後來網路泡沫後葛林斯班將利率長期維持在 1%，而後金融海嘯與 Covid 19 又讓美國維持長年零利率的水準，從 2000 年起就降至平均 5.55% 可知（圖 1-7），讓家庭部門與非金融企業部門填補外國央行、Fed 以及金融部門買債量不足，唯有公債利率維持在較高的水準。

圖 1-5：美國國庫券流通在外餘額與 RRP 餘額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

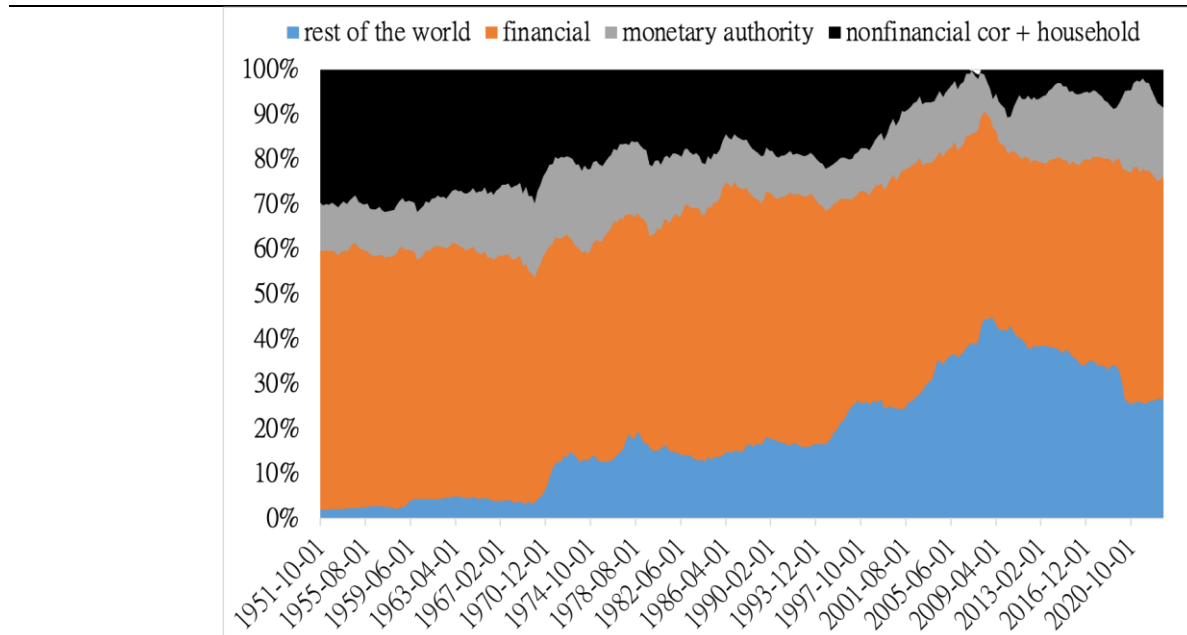
圖 1-6：2022~2023Q3 美債持有變化



資料來源：Federal Reserve、元大投顧

綜上，雖然今年 Fed 有相當大的概率降息，但投資人必須理解本次降息的實質是「預防性」降息，並不是因為經濟發生衰退的連續性降息，加上 RRP 即將在 4~5 月間耗盡，而美國公債主要的新增買盤已經轉移到要求利率比較高的家庭部門與非金融企業部門，因此即便 Fed 開始啟動降息，美債殖利率也不太可能在軟著陸的情況下進入快速下滑的通道，最多只是一個震盪下行的格局。

圖 1-7：1950~2023 美債持有變化



資料來源：Bloomberg、元大投顧

二、 一周經濟預覽：FOMC 會議記錄與官員談話可能預告降息要等到年中以後

未來一週美國市場的關注焦點在於週三 (2/21) Nvidia 的財報與法說會、週三 (2/21) FOMC 會議記錄，以及多個 Fed 官員的談話，包含 Bostic (2/21)、Jefferson (2/22)、Bowman (2/23)、Harker (2/23)、Cook (2/23)、Kashkari (2/23)、Waller (2/23)，雖然最新的物價數據超乎預期，可能會令 Fed 官員重申需要觀察更多數據才能決定是否降息的立場，但因為目前物價降溫的趨勢並沒有改變，預料 Fed 官員不會改變今年年中後將會降息的看法。在週三發佈的 FOMC 會議紀錄中，我們認為觀察重點在於中性實質利率的討論，假設有越來越多官員懷疑中性利率已經上升，這將會影響未來潛在降息的幅度以及時程。

日本將在本週三 (2/21) 公布 1 月份的出口，預料在汽車與半導體出口成長的帶動下，1 月份的出口可望接近兩位數的成長，另一方面，由於國際原物料續處低檔，進口將呈現負成長，令 1 月份貿易赤字縮小。

歐洲央行將在週四 (2/22) 公布會議記錄，儘管歐元區經濟相對於美國疲弱，但畢竟歐元區勞動市場仍然在擴張，且製造業庫存去化循環逐漸接近尾聲，歐元區經濟沒有急轉直下的風險，我們預期最新的會議紀錄將不會暗示 3 月降息，投資人關注的焦點在於是否與會官員有談論到需要等待觀察最新的勞資協議後才決定是否降息，如果與會官員有這樣的共識，那麼降息時間點可能要延後到 6 月。週四 (2/22) 歐元區還將公布 PMI 數據，儘管我們預期歐元區經濟將逐漸築底，PMI 將不會惡化，但畢竟歐元區出口過度依賴中國，加上歐元區經濟正在受到高利率的信貸下行，因此預料 PMI 仍將續處在 50 以下。

中國將在週二 (2/20) 公布 LPR 利率，由於在週末的決議中，人行維持利率不變，因此預料週二的決議中也會維持利率不變，這樣的決議將會令市場失望。

表 2-1：美國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/20/2024 23:00	領先指數	-0.30%	-0.10%
02/22/2024 03:00	FOMC 會議紀錄	--	--
02/22/2024 21:30	首次申請失業救濟金人數	218k	212k
02/22/2024 21:30	連續申請失業救濟金人數	1880k	1895k
02/22/2024 22:45	標普全球美國製造業 PMI	50.5	50.7
02/22/2024 22:45	標普全球美國服務業 PMI	52.1	52.5
02/22/2024 22:45	標普全球美國綜合 PMI	52	52
02/22/2024 23:00	成屋銷售	3.97m	3.78m
02/22/2024 23:00	成屋銷售 (月比)	5.00%	-1.00%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-2：日本未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/19/2024 07:50	核心機器訂單(月比)	2.70%	-4.90%
02/19/2024 07:50	核心機器訂單(年比)	-1.30%	-5.00%
02/21/2024 07:50	貿易收支(調整後)	-¥230.7b	-¥412.7b
02/21/2024 07:50	出口(年比)	9.40%	9.80%

02/21/2024 07:50	進口(年比)	-8.70%	-6.80%
02/22/2024 07:50	外資買進日本股票	--	¥621.3b

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-3：歐元區未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/22/2024 17:00	HCOB 歐元區製造業採購經理人指數	47	46.6
02/22/2024 17:00	HCOB 歐元區服務業採購經理人指數	48.8	48.4
02/22/2024 17:00	HCOB 歐元區綜合採購經理人指數	48.5	47.9
02/22/2024 18:00	CPI(年比)	2.80%	2.80%
02/22/2024 18:00	CPI(月比)	-0.40%	-0.40%
02/22/2024 18:00	CPI 核心(年比)	3.30%	3.30%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-4：中國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/20/2024 09:15	5-Year Loan Prime Rate	4.10%	4.20%
02/20/2024 09:15	1-Year Loan Prime Rate	3.45%	3.45%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

三、一週經濟回顧：降息不會這麼快的發生

美國

1 月美國 CPI 與 PPI 超乎預期降低了 Fed 上半年降息的機率，不過基於幾點理由，我們認為 Fed 不會因為降幅低於預期的物價數據而重啟升息：

- 一、實質利率仍高：聯邦資金利率（5.25~5.50%）減去通膨率（3.1%）的實質利率仍然遠高於零，且沒有明顯的跡象顯示物價有加速的壓力。
- 二、本月物價加速上漲主要來自於新年開始一次性調漲項目：CPI 中，跳升較明顯的幾個項目分別是污水處理及垃圾處理（MoM 從 0.1%加速到 1.1%、公共運輸 MoM 從-0.1%加速到 1.3%）、郵政及快遞服務（月增率從 0.1%加速到 1.2%）、金融服務（月增率從-0.2%加速到 2.4%）；PPI 中跳漲的項目為有線電信商（月增 2.7%）、軟體出版（月增 1.6%）、法律服務（月增 2.0%）、住院護理（月增 2.2%），都具有年初容易一次性調漲的特性。

因此，高於預期的物價公布後，雖然 Fed 降息時點向後推移，但不認為 Fed 會改變本輪升息週期已經結束的看法。

上週美國公布一系列經濟數據受到寒冬因素的影響，硬數據（hard data）弱於預期的比例較大（新屋開工、零售銷售與工業生產），不過從上週公布對應的軟數據（soft data）大多改善（NAHB 建商信心指數、密西根大學消費者信心指數、紐約州製造業指數）可知，經濟沒有急轉直下的風險。再加上初次請領失業金人數續處低檔，顯示勞動市場依然存在韌性，這意味著支撐經濟維持不墜的消費仍可維持動能，投資人不需要過度擔心。

表 2-5：美國過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/13/2024 00:00	紐約聯邦 1 年通膨預期	--	3.00%	3.01%	--
02/13/2024 19:00	NFIB 中小型企業樂觀指數	92.3	89.9	91.9	--
02/13/2024 21:30	CPI(月比)	0.20%	0.30%	0.30%	0.20%
02/13/2024 21:30	CPI(不含食品及能源)(月比)	0.30%	0.40%	0.30%	--
02/13/2024 21:30	CPI(年比)	2.90%	3.10%	3.40%	--
02/13/2024 21:30	CPI(不含食品及能源)(年比)	3.70%	3.90%	3.90%	--
02/15/2024 21:30	紐約州製造業調查指數	-12.5	-2.4	-43.7	--
02/15/2024 21:30	先期零售銷售(月比)	-0.20%	-0.80%	0.60%	0.40%
02/15/2024 21:30	零售銷售(不含汽車)(月比)	0.20%	-0.60%	0.40%	--
02/15/2024 21:30	零售銷售(不含汽車及汽油)	0.20%	-0.50%	0.60%	--
02/15/2024 21:30	零售銷售(控制組)	0.20%	-0.40%	0.80%	--
02/15/2024 21:30	首次申請失業救濟金人數	220k	212k	218k	220k
02/15/2024 21:30	連續申請失業救濟金人數	1880k	1895k	1871k	1865k
02/15/2024 22:15	工業生產(月比)	0.20%	-0.10%	0.10%	0.00%
02/15/2024 22:15	產能利用率	78.80%	78.50%	78.60%	78.70%
02/15/2024 22:15	製造業(SIC)工業生產	0.00%	-0.50%	0.10%	--
02/15/2024 23:00	NAHB 房屋市場指數	46	48	44	--
02/16/2024 21:30	新屋開工	1460k	1331k	1460k	1562k
02/16/2024 21:30	營建許可	1512k	1470k	1495k	1493k
02/16/2024 21:30	PPI 最終需求(月比)	0.10%	0.30%	-0.10%	--
02/16/2024 21:30	PPI(不含食品及能源)(月比)	0.10%	0.50%	0.00%	-0.10%
02/16/2024 21:30	PPI 不含食品、能源及貿易(月比)	0.10%	0.60%	0.20%	--
02/16/2024 21:30	PPI 最終需求(年比)	0.60%	0.90%	1.00%	--
02/16/2024 21:30	PPI(不含食品及能源)(年比)	1.60%	2.00%	1.80%	1.70%
02/16/2024 21:30	PPI 不含食品、能源及貿易(年比)	--	2.60%	2.50%	2.60%
02/16/2024 23:00	密西根大學市場氣氛	80	79.6	79	--
02/16/2024 23:00	密西根大學目前景氣	82.5	81.5	81.9	--
02/16/2024 23:00	密西根大學預期	77	78.4	77.1	--
02/16/2024 23:00	密西根大學 1 年通貨膨脹	2.90%	3.00%	2.90%	--
02/16/2024 23:00	密西根大學 5-10 年通貨膨脹	2.80%	2.90%	2.90%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

日本

日本國內通膨仍徘徊偏高水平，是拖累國內消費、民間住宅投資主要因素，導致 Q4 經濟成長率再度陷入衰退格局。展望首季，考量年初能登半島地震對經濟帶來的負面因素，及部分汽車廠商生產活動中斷，意味著景氣動能或延續偏弱表現；搭配目前薪資成長情勢尚不確定。綜合上述因素影響，預料日本央行三月利率決議仍將維持政策不變。

也因為美國 Fed 延後降息，日銀得以維持寬鬆貨幣政策，導致日圓兌美元匯率續處 150 兌一美元的弱勢價位，令日股表現強勢，弱勢日圓有助於日本企業獲利持續膨脹，導致外資持續加碼日本股市，上週加碼金額從 3082 億日圓擴大到 6213 億日圓。

表 2-6：日本過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/15/2024 07:50	GDP 年化經季調(季比)	1.10%	-0.40%	-2.90%	-3.30%
02/16/2024 07:50	外資買進日本股票	--	¥621.3b	¥308.4b	¥308.2b

資料來源: Bloomberg、元大投顧

歐元區

歐洲經濟依然疲弱，第四季 GDP 季增率為 0%，連續兩季沒有成長，且年增率只有 0.1%，經濟成長動能相當低迷。但從上週公布的第四季就業仍然維持成長（第四季就業季增率從 0.2%加速到 0.3%），顯示歐元區勞動市場依然穩定，在就業市場維持擴張下，內需將有一定的韌性。另一方面，隨著製造業庫存去化告一段落，12 月工業生產也恢復成長，月增率從 0.4%加速到 2.6%、年增率也從-5.4%回升到 1.2%。可見，低迷的歐元區雖然預料成長動能不及美國，但經濟正在逐漸築底當中，急轉直下的風險不大。無怪乎 2 月份 ZEW 經濟調查從 22.7 回升到 25.0，不僅是 2022 年 2 月以來最高，也與長期平均的 21.1 相當。

表 2-7：歐元區過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/13/2024 18:00	ZEW 調查預期	--	25	22.7	--
02/14/2024 18:00	GDP 經季調(季比)	0.00%	0.00%	0.00%	--
02/14/2024 18:00	GDP 經季調(年比)	0.10%	0.10%	0.10%	--
02/14/2024 18:00	就業(季比)	--	0.30%	0.20%	--
02/14/2024 18:00	就業(年比)	--	1.30%	1.30%	--
02/14/2024 18:00	工業生產經季調(月比)	-0.20%	2.60%	-0.30%	0.40%
02/14/2024 18:00	工業生產 WDA(年比)	-4.00%	1.20%	-6.80%	-5.40%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

中國

儘管通縮加深、房地產市場下滑以及需求低迷，中國央行在周日的操作中仍決定將 1 年期中期借貸便利(MLF)利率維持在 2.50%，引發了對央行將落後於曲線的擔憂。現在中國經濟的風險在於中國央行未能提供足夠的刺激措施，經濟仍然受到由此導致的信心惡化的影響。

表 2-8：中國過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/18/2024 09:20	1 年期 MLF 利率	2.50%	2.50%	2.50%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

附表 1：美國經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP	3.1	2.9	2.4	1.7	0.7	1.7	1.9	3.6	5.4	4.7	11.9	1.6
消費支出	2.6	2.2	1.8	2.1	1.2	1.9	2.2	5.0	7.2	7.6	16.4	3.0
政府支出	3874.4	3843.4	3789.8	3758.8	3714.8	3667.0	3641.2	3658.8	3685.8	3688.2	3701.8	3743.1
民間投資	4132.1	4111.1	4014.1	3963.7	4058.5	4024.8	4105.5	4222.4	4159.1	3910.8	3767.3	3820.4
出口	2535.6	2497.3	2464.7	2525.4	2484.1	2506.2	2414.1	2354.1	2382.0	2256.4	2248.1	2237.0
進口	1.9	4.2	-7.6	1.3	-4.3	-4.8	4.1	14.7	20.6	8.5	7.7	8.0
經常帳占 GDP 比(%)		-3.1	-3.2	-3.4	-3.7	-3.8	-3.9	-3.8	-3.4	-3.3	-3.1	-3.0
預算占 GDP 比(%)	-6.5	-6.3	-8.3	-6.7	-5.4	-5.3	-4.1	-6.9	-10.5	-11.7	-11.3	-18.1
月資料	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
工業生產	0.0	1.2	-0.4	-1.0	-0.3	-0.1	0.1	-0.4	0.1	0.4	0.2	0.9
CPI	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0
Core CPI	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6	5.5
PCE		2.6	2.6	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2
核心 PCE		2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8
ISM 製造業 PMI	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0	46.5	47.7
ISM 服務業 PMI	53.4	50.5	52.5	51.9	53.4	54.1	52.8	53.6	51.0	52.3	51.2	55.0
新屋開工(千套 SAAR)	1331.0	1562.0	1512.0	1376.0	1356.0	1305.0	1451.0	1418.0	1583.0	1348.0	1380.0	1436.0
新屋銷售(千套 SAAR)		664.0	615.0	676.0	698.0	654.0	728.0	683.0	710.0	679.0	640.0	625.0
成屋銷售(百萬套 SAAR)		3.8	3.8	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.6
營建許可(千套 SAAR)	1470.0	1493.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0	1417.0	1437.0	1482.0
失業率(%)	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6
非農新增就業人數(千人)	353.0	333.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0	287.0
平均時薪	4.5	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	4.7	4.7	4.6	4.7	4.6	4.7
央行利率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3	5.3	5.2	5.0	4.8	4.8
美元指數	102.9	102.7	104.5	106.4	105.3	103.1	101.4	103.1	102.8	101.8	103.8	103.7

資料來源: Bloomberg、元大投顧

附表 2：日本經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.
實質 GDP (季增率)	-0.1	-0.5	1.1	0.9	-0.1	-0.1	1.2	-0.6	1.0	-0.3	0.5	-0.3
民間消費 (季增率)	-0.2	-0.3	-0.7	0.7	0.2	0.2	1.7	-1.2	3.0	-1.1	0.3	-1.9
民間非住宅投資 (季增率)	-0.1	-0.6	-1.0	1.7	-0.9	1.9	1.7	0.0	0.4	-1.6	1.4	1.4
政府需求 (季增率)	-0.2	0.0	0.1	0.3	0.4	0.0	0.4	-0.3	-1.5	0.3	1.2	-0.1
出口 (季增率)	2.6	0.9	3.9	-3.5	1.5	2.2	1.9	1.5	-0.1	-0.5	3.3	3.1
進口 (季增率)	1.7	1.0	-3.8	-2.1	0.2	5.1	1.2	3.8	0.4	-1.8	4.9	1.9
短觀企業現況指數 (%)	13.0	10.0	8.0	5.0	6.0	3.0	2.0	0.0	2.0	-2.0	-3.0	-8.0
短觀企業現況指數 - 製造業 (%)	5.0	0.0	-1.0	-4.0	2.0	0.0	1.0	2.0	6.0	5.0	2.0	-6.0
短觀企業現況指數 - 非製造業 (%)	18.0	16.0	14.0	12.0	10.0	5.0	4.0	-2.0	0.0	-7.0	-7.0	-9.0
短觀企業一年期通膨預期 (年增率)	2.4	2.5	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4	1.8	1.1	0.7	0.6	0.4
企業經常利潤 (年增率)		20.1	11.2	7.1	-2.5	13.7	13.1	8.7	23.5	41.9	167.3	17.8
企業經常利潤率 (%)		6.5	8.9	6.3	6.0	5.7	8.4	6.3	6.6	5.2	7.7	6.0
月資料	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec.	Nov.	Oct.	Sep.	Aug.	Jul.	Jun.	May	Apr.	Mar.	Feb.	Jan.
核心私部門機械設備訂單 (三個月月平均)		-0.9	0.5	0.0	0.4	-2.0	0.2	-2.0	-1.0	0.4	1.8	1.0
海外機械設備訂單(三個月月平均)		5.7	2.6	4.2	-4.1	2.2	5.8	4.6	1.4	-11.1	-4.1	-4.5
經常帳餘額 (億日圓)	7443	19256	25828	27236	21420	26486	14437	18941	18545	22365	21894	-20136
經常性薪資(名目年增率)	1.4	1.0	1.2	0.9	1.2	1.3	1.4	1.6	0.8	0.5	0.9	0.9
經常性薪資(實質年增率)	-1.5	-2.3	-2.7	-2.6	-2.4	-2.5	-2.5	-2.2	-3.2	-3.2	-2.9	-4.0
家戶消費支出 (名目年增率)	0.4	0.3	1.3	0.7	1.1	-1.3	-0.5	-0.4	-0.5	1.8	5.6	4.8
家戶消費支出 (實質年增率)	-2.5	-2.9	-2.5	-2.8	-2.5	-5.0	-4.2	-4.0	-4.4	-1.9	1.6	-0.3
就業人數 (年變動)	38.0	56.0	16.0	21.0	22.0	17.0	26.0	15.0	14.0	15.0	9.0	43.0
失業率 (%)	2.4	2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.5	2.6	2.6	2.8	2.6	2.4
通膨(不含新鮮食物, 年增率)	2.3	2.5	2.9	2.8	3.1	3.1	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	4.2
通膨(不含新鮮食物及能源, 年增率)	3.7	3.8	4.0	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	3.8	3.5	3.2
消費者預期未來一年物價上漲比例(%)		90.8	92.5	93.7	93.7	92.8	93.2	93.1	93.2	94.1	94.3	93.8

資料來源: Bloomberg 、元大投顧

附表 3：歐元區經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP	0.1	0.0	0.6	1.3	1.8	2.4	4.1	5.4	5.2	4.6	14.8	-0.2
家庭消費		-0.4	0.6	1.4	1.3	2.3	5.4	8.2	6.5	3.4	13.1	-4.4
政府消費		0.6	0.2	-0.2	0.7	0.6	1.7	3.4	2.8	2.7	8.3	3.2
固定投資		-0.1	1.1	1.8	0.9	4.6	2.2	3.5	1.7	2.4	18.3	-5.0
經常帳占 GDP		1.2	0.3	-0.4	-0.6	-0.2	1.0	2.1	2.8	3.2	3.1	2.6
月資料	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
CPI	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.3	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5
核心 CPI	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6

綜合 PMI	47.9	47.6	47.6	46.5	47.2	46.7	48.6	49.9	52.8	54.1	53.7	52.0
製造業 PMI	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
服務業 PMI	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7
經濟信心指數	96.2	96.5	94.3	93.9	94.0	94.0	94.8	95.7	96.6	98.9	98.8	99.3
消費者信心指數	-16.1	-15.1	-17.0	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0
失業率		6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6
央行利率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.0	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0
EURUSD	1.09	1.09	1.08	1.06	1.07	1.09	1.11	1.08	1.09	1.10	1.07	1.07

資料來源: Bloomberg 、元大投顧

附表 4：台灣經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP(YoY,%)	5.1	2.3	1.4	-3.5	-0.7	4.0	3.5	3.8	5.1	4.2	8.1	9.6
經常帳占 GDP 比重(%)		12.4	11.9	12.1	13.4	14.2	14.9	15.6	15.2	15.0	15.6	15.0
月資料	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
CPI(YoY,%)	1.8	2.7	2.9	3.0	2.9	2.5	1.9	1.8	2.0	2.4	2.4	2.4
零售銷售(YoY,%)		1.1	7.2	5.1	6.9	4.3	5.3	13.9	17.1	7.5	7.6	4.6
工業生產(YoY,%)		-4.0	-2.1	-2.3	-6.9	-10.8	-15.5	-17.3	-15.7	-22.6	-16.0	-10.0
製造業 PMI	48.0	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1	48.3	41.3	42.8	47.3	51.4
服務業 PMI	53.5	56.0	56.2	53.2	53.5	54.3	55.7	54.6	52.0	55.8	53.2	50.2
外銷訂單(YoY,%)		-16.0	1.0	-4.6	-15.6	-15.7	-12.0	-24.9	-17.6	-18.1	-25.7	-18.3
出口(YoY,%)	18.1	11.8	3.7	-4.5	3.4	-7.3	-10.4	-23.4	-14.1	-13.3	-19.1	-17.1
進口(YoY%)	19.0	-6.5	-15.0	-12.4	-12.2	-23.0	-21.0	-30.1	-21.8	-20.3	-20.1	-9.5
失業率(YoY,%)		3.4	0.0	0.0	3.4	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	3.6	0.0
央行利率(%)		1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0
貨幣供給 M2(YoY,%)		5.6	5.2	5.5	5.9	6.3	7.2	6.9	6.2	6.8	6.6	6.9
USDTWD	31.2	31.3	31.9	32.3	32.0	31.8	31.2	30.8	30.7	30.6	30.6	30.2

資料來源: Bloomberg 、元大投顧

近期相關報告

元大觀點

季報

日期	報告標題
12/11	2024 年全球、台灣經濟與主要國家展望 - 延遲軟著陸與高通膨並存

週報

日期	報告標題
----	------

01/02	市場風險監測 - 高檔獲利了結及投組再平衡賣壓出籠，美股高檔震盪；TGA 餘額已回降且 QT 仍在延續，股市短線資金動能須密切觀察
01/02	總體經濟週報 - 告別意外之好的 2023 年，迎向有點韌性但又有點風險的 2024
01/02	日股週報 - 短線能登半島地震或影響市場情緒，然利多因子帶動中長線可期
01/08	市場風險監測 - 美股攻勢逐漸減弱，惟多方對盤面仍具一定掌控力，且首週漲跌對後續表現的意義不大，投資人以平常心對待盤勢即可
01/08	總體經濟週報 - 美國接近貝弗里奇曲線轉折點
01/08	日股週報 - 對日本央行一月維持政策不變預期發酵，支撐日股高檔震盪
01/15	市場風險監測 - 美股多方以 20 日均線為基礎建立上升動能，但在資金、籌碼、及基本面動能皆已弱化或消失下，此技術面動能不能失守
01/15	總體經濟週報 - Fed 巨量虧損不會產生市場動盪與系統性風險
01/15	日股週報 - 日銀按兵不動預期不斷發酵，資金流動性寬裕引導日股徘徊高檔
01/22	市場風險監測 - 美股多方以 20 日均線為基礎建立上升動能，在此技術面動能不能失守下，故上週美股跌破 20 日均線後，多方明顯表態、強勢拉升
01/22	總體經濟週報 - 目前軟硬資料的背離表明經濟存在韌性、股債市風險不大
01/22	日股週報 - 聚焦日銀決議、企業財報，多空因素交錯股市漲勢趨緩
01/29	市場風險監測 - 美股持續在 20 日均線之上緩緩走升維持攻勢；只是股市上漲較快時容易引來賣壓；20 日均線依然是短線最重要的攻防重點
01/29	總體經濟週報 - 從市場對利率預期修正的反應經驗來看，本周 FOMC 會議不是太大的利空
01/29	日股週報 - 投資人靜待財報揭曉，股市呈高檔震盪格局
02/05	日股週報 - 聚焦大型權值股財報，股市延續緩漲格局

元大觀點

日期	報告標題
01/02	從主計總處經濟預測回推 2024 年台股營收可能變化
01/02	關於 2024 年股債市場的幾點思考方向
01/08	日本景氣與市場展望 - 刺激政策支持、日銀寬鬆大方向不變，延續景氣擴張期

元大戰情分析

日期	報告標題
01/02	元月行情啟動，股匯市多頭延續機率高！
01/03	美國大選前瞻： 拜登選情些微落後，穩就業與景氣是首要工作
01/04	FOMC 會議記錄未釋放鷹派訊息，但開始擔心經濟的下行風險
01/05	美債務突破 34 兆之際，預算案的兩黨政治攻防再起
01/08	新年首週走勢，真能預測全年多空？
01/09	流動性緊俏，量化緊縮政策須調整步伐
01/10	聯準會醞釀降息，台灣央行跟進機率低

01/11	Bill Gross 一席話提醒投資人，當前市場的通膨預期過低了，恐上修
01/12	台灣出口回溫，產業冷熱兩樣情
01/14	選後回歸基本面，短線留意匯損及淡季效應，長線看好半導體產業
01/16	聯準會營運損失千億美元，顯示暴力升息代價不低
01/17	入不敷出，美財政缺口居高不下
01/18	預期經濟不強但也不差，股債皆高投資人雖思危，但也不願押注衰退
01/19	流動性需求漸增，聯準會縮表循環進入尾聲
01/22	提前討論並縮表「減碼」有助於避免 QT 縮過頭以及降低金融風險
01/23	外資大進大出，財政部成最大贏家
01/24	美抗通膨公債標售結果，顯示通膨延續緩降趨勢
01/25	高評價就像負重而行，經濟方向才是決定行情上坡還是下坡
01/26	川普初選二連勝，稱再推企業減稅政策料有助景氣加速擴張
01/29	大型科技股依然是一個人的武林
01/30	美國重返低利率趨勢？解讀葉倫談話的弦外之音
01/31	台灣金融情勢解析：流動性無虞，支撐資產價格續揚
02/01	1 月份 FOMC 解讀： 雖然明示升息循環告終，但卻十分謹慎看待降息循環
02/02	收入可望改善，美國財政部收斂上半年發債額度
02/15	經濟表現續佳、通膨緩降、降息預期過激對行情的潛在變數已化解，眼下美股仍保持多頭架構
02/16	通膨數據虛胖，無礙逐步降溫趨勢
02/17	聰明錢報告： 多頭續行但結構更偏；回歸個股、順勢而為、保持警覺

元大經濟數據評析

美國

日期	報告標題
01/04	美國 12 月份製造業 PMI： 製造業狀況好轉，僅是受到短期性因素所致
01/08	美國 12 月份就業報告、ISM 服務業 PMI - 季節性因素提振就業，但勞動市場趨於平衡的趨勢並未改變
01/12	美國 12 月份 CPI - 通膨降溫的最後一哩路崎嶇不平，聯準會的降息步伐易慢難快
01/18	美國 12 月份零售銷售 - 聖誕假期、新年假期接連到來，帶動零售銷售動能明顯轉強
01/22	美國 12 月份成屋銷售 - 房貸利率回落後，房市景氣因而開始浮現觸底跡象
01/25	美國 1 月份 S&P Global PMI - 訂單狀況好轉、原料價格攀升，通膨具有潛在的回溫壓力
01/26	美國第四季 GDP - 季節性因素充分發酵，GDP 增速持續高於長期平均
01/29	美國 12 月份 PCE - 通膨延續下行趨勢、消費轉弱風險增加，聯準會的降息訊號將更加清晰
02/02	美國 1 月份 ISM 製造業 PMI - 拉貨需求大幅轉強的背後，卻是客戶對於供應中斷的擔憂

02/05	美國 1 月份就業報告 - 勞動市場表現強勁，令通膨收斂至政策目標 2%的路徑增添不確定性
-------	---

日本

日期	報告標題
01/10	日本東京通膨及家戶收支： 通膨延續下行趨勢，今年內需有望復甦
01/11	日本 11 月薪資報告： 薪資成長維持溫和，短期內日銀將按兵不動
01/19	日本 11 月機械設備訂單： 私部門投資維持低迷，日銀料延續寬鬆政策
01/19	日本 12 月通膨： 通膨下探一年半新低，元月日銀料按兵不動
01/23	日銀利率會議解讀 - 日本央行利率會議：日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估
01/26	日本一月東京 CPI： 商品及服務漲勢雙雙降溫，通膨年增率跌破 2%
01/30	日本 12 月就業報告： 勞動市場維持穩健擴張，但兼職比例加速上升
02/09	日本 12 月薪資及家戶收支： 薪資成長溫和，家戶實質消費持續衰退
02/16	日本第四季 GDP - 薪資成長不及通膨，為拖累景氣成長陷入衰退主因

歐元區

日期	報告標題
01/03	歐元區 11 月份貨幣供給 - 企業融資狀況好轉，經濟浮現初步落底跡象
01/08	歐元區 12 月份 CPI 初值 - 部份服務業通膨雖然尚具黏性，但至少整體通膨降溫的普遍性還算充足
01/09	歐元區 12 月份經濟信心指數、11 月份零售銷售 - 通膨降溫趨勢明確、通膨預期保持穩定，提供歐洲央行寬鬆空間
01/16	歐元區 11 月份工業生產 - 非耐久消費財生產狀況好轉，工業景氣正逐漸築底
01/25	歐元區 1 月份 S&P Global PMI - 靜待薪資降溫趨勢確立，ECB 短時間內料將按兵不動
01/26	1 月份 ECB 決議 - 勞動市場漸趨平衡、通膨延續下行趨勢，總裁拉加德重申夏季有望展開降息
01/29	歐元區 12 月份貨幣供給、第四季銀行貸款調查 - 銀行不再大力收緊授信標準，私部門貸款動能改善
01/31	歐元區 1 月份經濟信心指數 - 製造業景氣築底，服務業景氣轉強

台灣

日期	報告標題
01/03	台灣 2023 年 12 月 PMI、NMI： 製造業持續緊縮，非製造業穩健擴張，產業涼暖依然兩極
01/08	台灣 2023 年 12 月 CPI： 物價漲勢進一步鈍化，但仍距央行目標 2%有段距離
01/10	台灣 2023 年 12 月出口： 人工智慧商機與低基期因素加乘，出口雙位數成長
01/23	台灣 2023 年 12 月外銷訂單： 終端需求疲弱、庫存去化持續，加以低基期效應消除，外銷訂單年率重挫
01/24	台灣 2023 年 12 月工業生產、零售餐飲： 工業生產續減，零售及餐飲業營業額溫和成長，產業景氣仍分歧
01/26	台灣 2023 年 12 月景氣指標： 景氣對策燈號續亮黃藍燈，領先指標續揚

02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： 資本形成續減，民間消費成長放緩，但淨外需正貢獻提升，帶動經濟成長進一步攀高
02/02	台灣 1 月 PMI、NMI： 製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫
02/14	台灣 1 月 CPI： 農曆春節錯月因素，CPI 上漲率降至 2%以下
02/14	台灣 1 月出口： 人工智慧商機與農曆春節低基期，出口雙位數成長

附錄：重要揭露事項

元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後同業：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2024 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或揭露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之台灣人士，應透過下列方式聯絡元大證券投資顧問股份有限公司：

致：聯絡人姓名
元大證券投資顧問股份有限公司
台灣臺北市 106 敦化南路二段
65 號 10 樓、71 號 10 樓