

# 市場風險監測

美股攻勢或延續，惟市場結構惡化，投資人居安思危，獲利了結及投組再平衡賣壓浮現

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

## ➤ 評論

- 美股在 Nvidia 財報激勵下成功回測 20 日均線攻勢延續，惟攻勢過於集中權值科技股令市場結構惡化，且籌碼面已有隱憂，投資人居安思危，避險部位也有所上升；又時近月底，獲利了結及投組再平衡賣壓浮現。市場廣度不足、機構法人已經明顯超配而現金下降、資金浪不再生成等不利因素並未改變，投資人應有所警惕。由於本波行情的本質是資金及軋空，投資人做多時更需對技術/交易面的潛在反轉信號保持警覺。
- VIX 期貨近月期限價差保持在空方判斷點 0.60 之上，行情為多；合計 VIX 期貨近月及次近月合約 OI 較上週大幅上升，為近期的偏高水位，短線籌碼壓力不大；VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅上升，為近期的偏高水位，中線籌碼壓力上升。綜合以上，VIX 指標整體短線偏多，而中期籌碼壓力增大。

一、行情觀點：美股成功回測 20 日均線攻勢延續，惟攻勢過於集中權值科技股令市場結構惡化，且籌碼面已有隱憂，投資人居安思危；又時近月底，獲利了結及投組再平衡賣壓浮現

圖 1A：影響行情多空因子

有利指數的因子	不利指數的因子
<p>➤ (圖 3A) VIX 期貨近月期限價差保持在空方判斷點 0.60 以上，行情為多。</p> <p>➤ (圖 3A、圖 3A-1)從 VIX 期貨 OI 變化來看，短線籌碼壓力較上週大幅上升，為近期的偏高水位，短線籌碼壓力上升； VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅上升，為中期及近期的偏高水位，中線籌碼壓力上升。</p> <p>➤ 技術/交易/型態面 :美股指數測試 20 日均線成功，攻勢尚未熄滅；然攻勢過度偏斜權值科技股是隱憂。</p> <p>➤ 基本面: 經濟具備韌性、美股財報表現良好。</p>	<p>➤ 資金面:資金浪生成機制出現停擺、銀行儲備沒有上升。</p>

資料來源：元大投顧

上週股市基本圍繞 Nvidia 財報，從公布財報前的市場觀望及科技權值股的拉回帶動美股指數回測 20 日均線、財報公布前夕(週三尾盤)的股市急漲、公布財報次日科技股大漲帶動各類股全面普漲(週四)、及(週五)激情過後的科技股獲利回吐賣壓及其他類股與美債順勢獲得一些買盤流入。投資人調節科技股的動作也不難理解，畢竟美股攻勢早已過於朝向科技權值股傾斜，市場結構早已惡化，科技權值股也已經成為歷史上比較大的擁擠交易(見 2/17 元大戰情-聰明錢報告)。雖然 FOMC 會議紀錄一度也是市場關注點，不過內容多空兼具(不急於降息，但部分委員贊成放慢縮表速度)，最終對市場造成的影響基本可以忽略。

從技術面/交易面方面，美股指數在前次(2/13)回測 20 日均線守住卻尚未創新高之前再次回測 20 均線，原本有美股上升慣性改變、行情陷入盤整的可能，不過週三尾盤(Nvidia 財報公布前夕)美股指數位於 20 日均線位置時買盤進駐，美股指數急彈，並在 Nvidia 財報加持下次日美股指數開高走高創新高，化解行情陷入盤整攻勢暫停的疑慮(見 2/15 元大戰情)。

籌碼方面，日前出刊的美銀美林基金經理人報告顯示，機構法人近一個月明顯加碼股票(尤其是美國股票及科技股)，並已處於明顯超配 benchmark、美國七大科技股(世稱 Magnificent 7)已成為歷史上比較顯著的擁擠交易，且現金水位再次明顯降低(雖然尚未來到極端低的水平) (見 2/17 元大戰情-聰明錢報告)；機構法人的明顯加碼，(圖 1F)從大戶指標亦可看到一致的現象，同時散戶交易人的熱情亦有所上升、且市場投機氣氛也逐漸增強(表現在比特幣的走升，即便近期美債殖利率及美元指數皆走升)，都顯示市場籌碼面確實有些隱憂。美股由科技權值股財報利多帶動強漲，市場結構卻也進一步惡化的同時，上週四 VIX 期貨近月及次近月 OI 上升至 25 萬口，已經高於今年以來的 23-24 萬口水位，雖然水位不算非常高，但也已經不低，顯示短線市場波動將略有放大；全序列 OI 近一週則是進一步上升至 35 萬口，略高於今年以來的經常性 34 萬口附近；VIX 期貨 OI 的上升，反映交易人面對市場結構進一步惡化及籌碼隱憂，選擇逢高增加避險部位因應。

資金方面，上週 RRP 繼續下降、銀行儲備並未走升，資金浪出現暫停；不過 TGA 略有上升，日後動支時便可轉換為股市資金。另外，在 1/31 的 FOMC，主席 Powell 表示將在 3 月會期深入討論關於往後 QT 節奏的問題，Fed 對於往後一年貨幣及經濟環境的構想將可已有明確答案 (相關討論見 1/22 元大戰情)。

基本面方面，近期美國經濟數據仍顯示經濟保持韌性，尤其是勞動市場保持強勁；如今又已順利化解市場過激的降息預期，正向經濟數據將不應再是股市利空。尤其，隨著庫存去化逐漸來到尾聲，庫存回補帶動景氣進一步邁入擴張期是有可能的。

綜合以上，美股雖然多頭持續、應順勢操作；然市場結構進一步惡化是隱憂—攻勢偏斜、籌碼惡化、資金浪不再，故投資人仍應保持警覺、居安思危。市場游資仍然較多，Fed 對於往後一年貨幣及經濟環境的構想有待觀察；因此，我們建議投資人順應次產業勢而為、回歸個股操作；參與短線攻勢時需明白本波行情的本質實為軋空(手)行情，隨時對來自技術/交易面的不利訊號保持警覺。

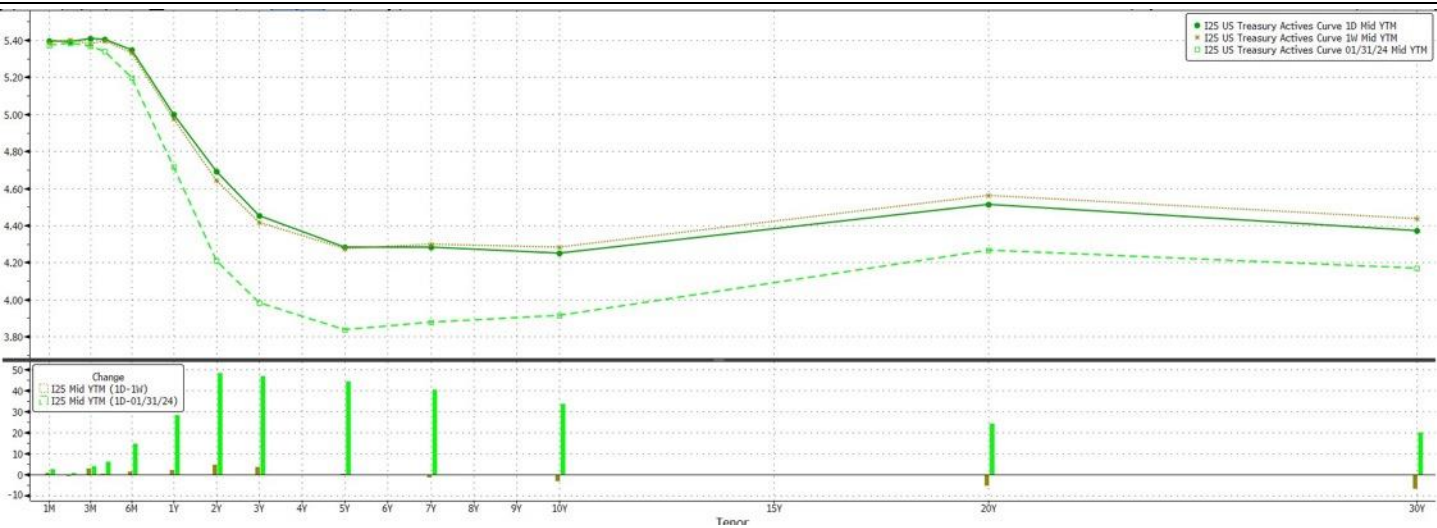
圖 1A 2/19~2/23 聯邦資金利率期貨升息路徑預測

利率期貨隱含利率									
隱含利率	03/20/2024	05/01/2024	06/12/2024	07/31/2024	09/18/2024	11/07/2024	12/18/2024	01/29/2025	隱含利率
2024/2/19	5.302	5.227	5.067	4.925	4.811	4.597	4.422	4.305	2024/2/19
2024/2/20	5.302	5.235	5.072	4.918	4.724	4.582	4.406	4.265	2024/2/20
2024/2/21	5.312	5.251	5.103	4.952	4.769	4.631	4.462	4.325	2024/2/21
2024/2/22	5.314	5.258	5.121	4.99	4.816	4.687	4.514	4.385	2024/2/22
2024/2/23	5.324	5.281	5.131	4.992	4.818	4.677	4.507	4.37	2024/2/23

升息/降息數									
升息/降息數	03/20/2024	05/01/2024	06/12/2024	07/31/2024	09/18/2024	11/07/2024	12/18/2024	01/29/2025	升息/降息數
2024/2/19	-0.106	-0.405	-1.047	-1.615	-2.072	-2.929	-3.626	-4.095	2024/2/19
2024/2/20	-0.106	-0.374	-1.025	-1.645	-2.418	-2.989	-3.692	-4.255	2024/2/20
2024/2/21	-0.068	-0.313	-0.902	-1.505	-2.237	-2.793	-3.468	-4.015	2024/2/21
2024/2/22	-0.058	-0.283	-0.831	-1.355	-2.05	-2.567	-3.259	-3.775	2024/2/22
2024/2/23	-0.02	-0.19	-0.792	-1.345	-2.045	-2.606	-3.287	-3.835	2024/2/23

資料來源：Bloomberg

圖 1B：美國殖利率曲線變化



註：粗線為上週五、密集點為前一週午、短虛線為 1/31(1 月 FOMC 會議當日)

資料來源：Bloomberg

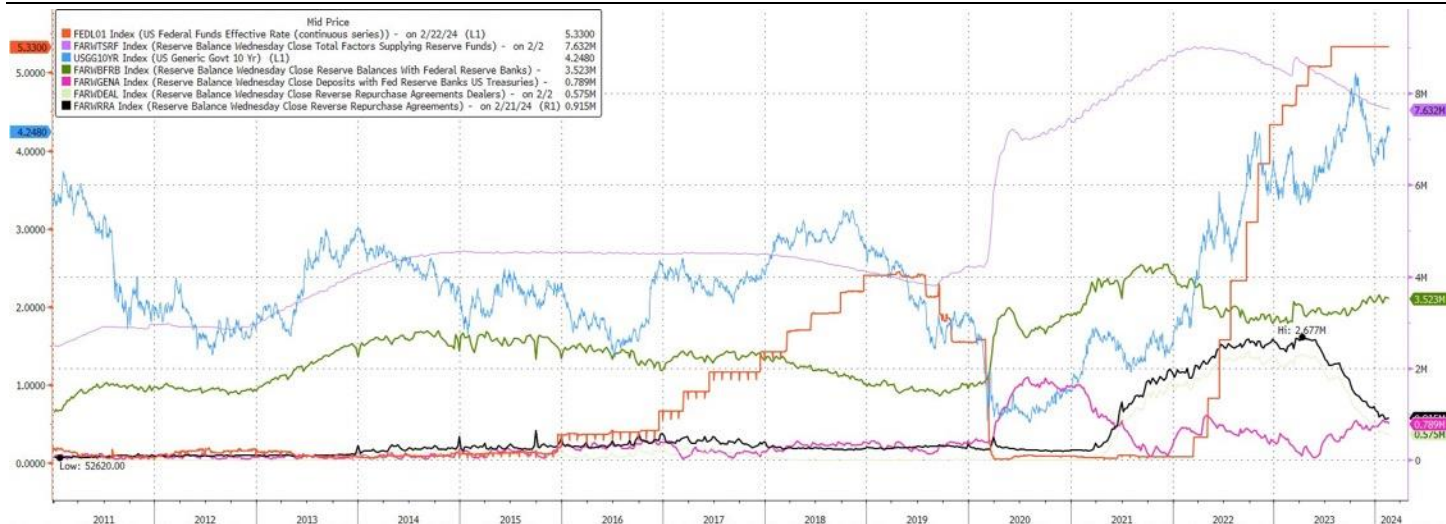
圖 1B-1：美國 10 年債殖利率、聯邦資金利率、10 年債 term premium



註：紫線為美國 10 年債殖利率、綠線為聯邦資金利率、黑線為美國 10 年債 term premium

資料來源：Bloomberg

圖 1C：RRP 餘額、銀行準備金餘額、TGA 餘額、美 10 年期公債利率、聯邦資金利率、聯準會資產規模



資料來源：Bloomberg



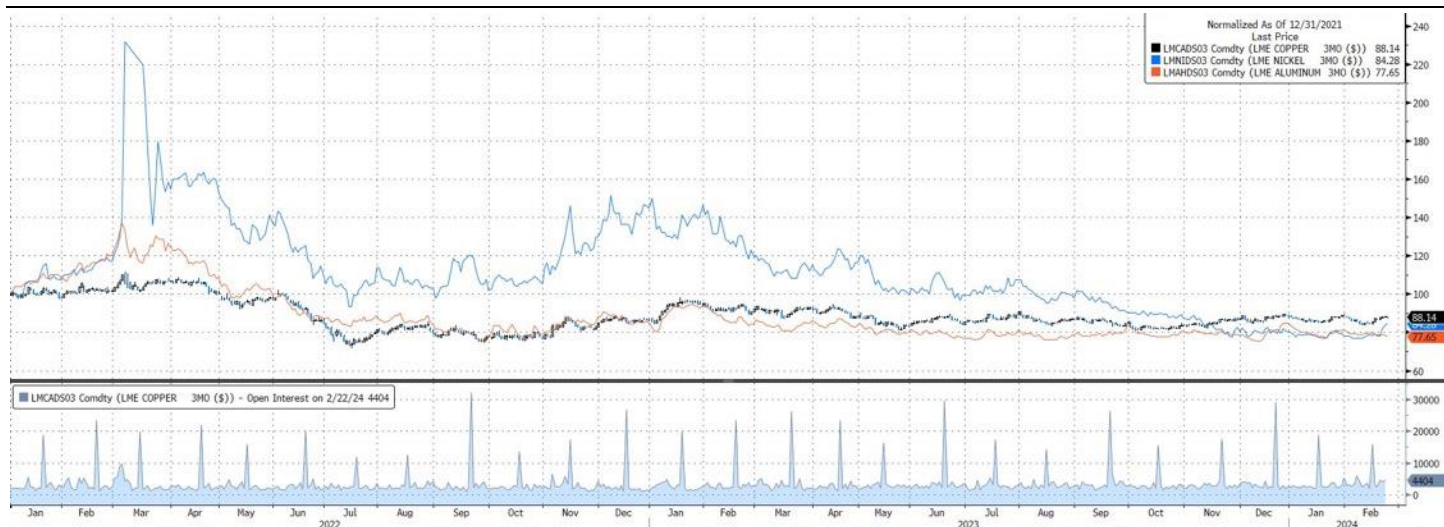
圖 1D：美國 10 年期公債殖利率、10-2 年期利差、MOVE 債券波動率指數



註：藍線為美國 10 年期公債殖利率、紅線為 10-2 年期利差、黑線為 MOVE 債券波動率指數

資料來源：Bloomberg

圖 1E：近月銅、鎳、鋁 LME 3 個月遠期合約



註：K 線為銅期貨、藍線為鎳期貨、紅線為鋁期貨

資料來源：Bloomberg

圖 1F：散戶指標與大戶指標



橘: 散戶指標(GSXURFAV Index)(上圖右軸) · 紫: 美元兌 1 比特幣(XBT) (上圖左軸) · 黑: S&P500 指數(SPX)(下圖右軸) · 藍: 大戶指標(SMART Index) (下圖左軸)

資料來源: Bloomberg

## 二、重要避險資產與美股關係

### ➤ S&P500、美國 10 年債

近期美債殖利率以小幅區間震盪為主，(週二) 美國 1 月份領先指標不如預期及 2 月費城 Fed 非製造業指數明顯下滑，美債殖利率一路走低，不過市場等待週三公佈的 FOMC 會議記錄，追價意願不強，殖利率尾盤跌幅收斂；(週三)美國 30 年固定房貸利率自去年 12 月以來首度突破 7%，帶動美債殖利率於早盤開始走升，而後里奇蒙 Fed 總裁 Thomas Barkin 表示通膨壓力仍然持續，帶動美債殖利率加速上揚，午盤後美國 20 年公債標售結果顯示需求不彰，美債殖利率頓時上升約 3bp 後震盪整理，加上 FOMC 會議紀錄顯示 Fed 不急於降息，美債殖利率保持高檔作收；(週四) Fed 副主席 Jefferson 與費城 Fed 總裁 Harker 警告過早降息的風險，加上美國經濟數據強勁，推遲降息預期，美國 2 年期公債殖利率回升 4.5 個基點，並帶動長天期美債殖利率相應震盪走升；(週五)時近月底且近期大型科技權值股飆漲，令投資人獲利了結轉進落後類股及美債，進行投組配置再平衡；而近期的利率反彈有利資金轉進長天期債券，加上美股投資人居安思危，需加強投資組合股債平衡效果，因此即便短天期債券殖利率變化不大，長天期債券殖利率卻出現明顯拉回。

從評價(期限溢酬，Term Premium)角度觀察近期美債殖利率走勢，2/22 美國十年期公債殖利率 4.3207%對應 Term Premium -0.0694%，顯示理論評價中性美債十年期殖利率約為 4.3901%，相比一週前(2/15)的 4.3043%上升。

從評價角度，目前美債 Term Premium 仍屬負值；從投資配置價值而言，目前美債十年期實質殖利率 1.9551%已略高於美國長期潛在經濟成長率；美債殖利率自低點已經有所反彈，致使投資吸引力回升；Term Premium 已經比較接近合理水位，如今實質利率已略優於長期經濟成長率。故，此時的美債，適合以平衡股市波動為目的或與其他資產配置考量的投資人、真心認為經濟將重度衰退而為此布局的投資人、及單純以打敗通膨為目的的類定存部位的投資人；對於追求資本利得的交易人仍不算特別有利。

此時不建議投資人過於積極拉長存續期間(尤其是信用債部分，因美元債信用利差在收窄；尤其是投資等級債利差原本就已相當窄)，只是由於美債殖利率曲線已有所走陡(圖 1B)，適度增加存續期間是可以接受的。

## ➤ S&P500、美元指數

上週美元指數與美債殖利率走勢有部分分歧—週三下午盤美元因觸及 100 日均線壓力，市場追價意願不足，並未隨美債殖利率走收；週四由於歐元區服務業 PMI 優於預期及 ECB 會議記錄暗示要等到 6 月才降息，歐元在早盤一度走升，美元一度走弱，不過美國經濟數據(失業救濟、美國製造業 PMI)優於預期，令美元指數反彈；週五由於市場對經濟軟著陸信念更加確立，美元指數並未跟隨美債殖利率走低。

## ➤ S&P500、黃金

上週金價與美元指數大略呈相反走勢，只是當美元與美債殖利率走勢不一致時，金價走勢會受到美債殖利率升降的拉扯，如週三美元走弱但美債殖利率明顯上彈時金價受到壓抑，及週五美元並未走弱但美債殖利率明顯走低時金價亦有所拉升。

## ➤ S&P500、日圓

上週日圓兌美元匯價走勢基本與美元指數相近，只是週四亞洲早盤日圓走勢開始弱於美元指數走勢，可能與日本公布 PMI 不如預期有關。

圖 2A：S&P500 與避險資產的比較



黑: S&P500 指數(SPX), 橘: 黃金現貨(XAU), 藍: 美國十年公債殖利率(USGG10YR) (右軸), 紅: 1 美元兌日圓(JPY), 綠: 美元指數(DXY), 淡藍: 美國十年抗通膨公債殖利率(USGGT10Y) (右軸)

(S&P500、黃金 基期 2019/12/31=100)

資料來源: Bloomberg、元大投顧 5



圖 2B：S&P500、美債、美元指數及黃金的日內走勢(5 日)



黑: S&P500 指數期貨活躍月份(S&P500 e-mini, ESA), 橘: 黃金現貨 (XAU), 藍: 美國十年公債殖利率(USGG10YR)(右軸) (右), 綠: 美元指數(DXY) (S&P500 及黃金已標準化 · 左軸)  
資料來源：Bloomberg

圖 2C：S&P500、美債、美元、及日圓的日內走勢(5 日)



黑: S&P500 指數期貨活躍月份(S&P500 e-mini, ESA) (右), 紅: 1 美元兌日圓(JPY), 綠: 美元指數(DXY), 淡藍: 美國十年抗通膨公債殖利率(USGGT10Y) (右軸) (美元及日圓已標準化 · 左軸)  
資料來源：Bloomberg



圖 2D：S&P500、通膨預期、及西德州原油 WTI 的日內走勢(5 日)



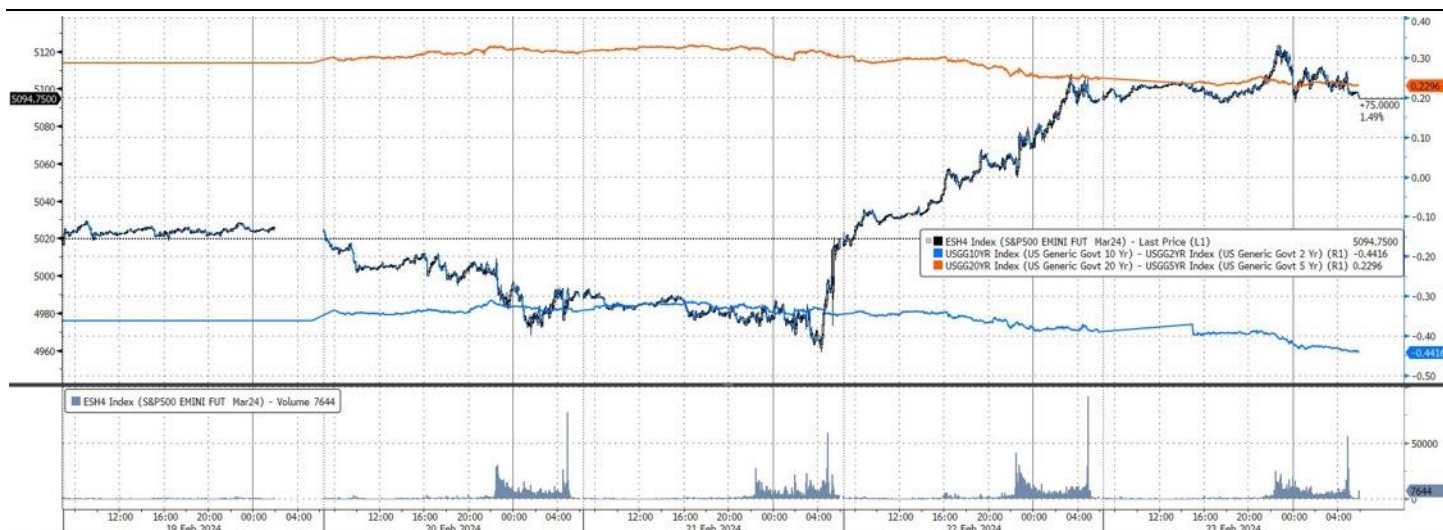
黑: S&P500 指數期貨活躍月份(S&P500 e-mini, ESA), 紫: 西德州原油期貨活躍月份(CLA), 藍: 市場債券交易價格基礎的 10 年期通膨預期(USGG10YR-USGGT10Y) (右軸)  
(S&P500 期貨及 WTI 已標準化 · 左軸)  
資料來源：Bloomberg

圖 2E：美元指數、美國公債各年期殖利率 日內走勢(5 日) (美元指數明顯跟隨短率變動，而非長率)



綠:美元指數(DXY Currency), K 線: 美國 10 年期公債殖利率(USGG10YR) (右軸), 紫: 美國 2 年期公債殖利率(USGG2YR) (右軸), 橘: 美國 3 年期公債殖利率(USGG3YR) (右軸),  
紅: 美國 5 年期公債殖利率 (USGG5YR) (右軸), 藍: 美國 30 年期公債殖利率(USGG30YR)(右軸)  
資料來源：Bloomberg

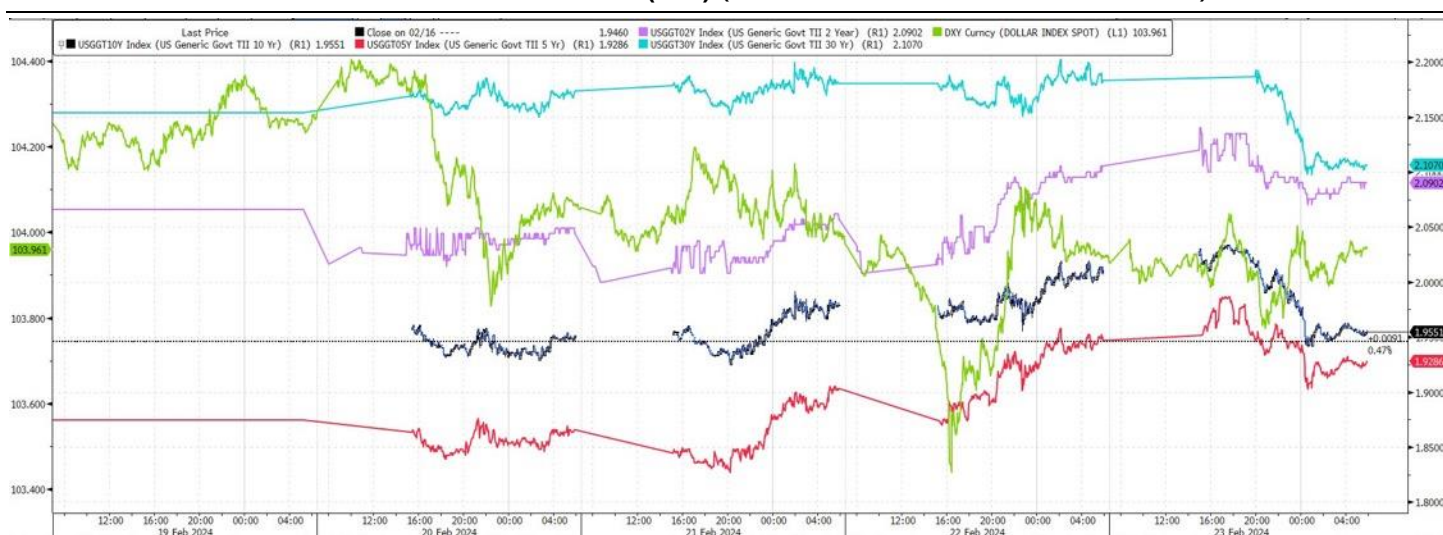
圖 2F：美債殖利率曲線、S&P 500



K 線: S&P500 指數期貨活躍月份(S&P500 e-mini, ESA), 橘: 美國 20 年-5 年公債殖利率利差(USGG20Y-USGG05YR) (右軸), 藍: 美國 10 年-2 年公債殖利率利差(USGG10YR-USGG02YR) (右軸)

資料來源：Bloomberg

圖 2G：美元指數、美國公債各年期實質利率 日內走勢(5 日) (美元指數明顯跟隨短率變動，而非長率)



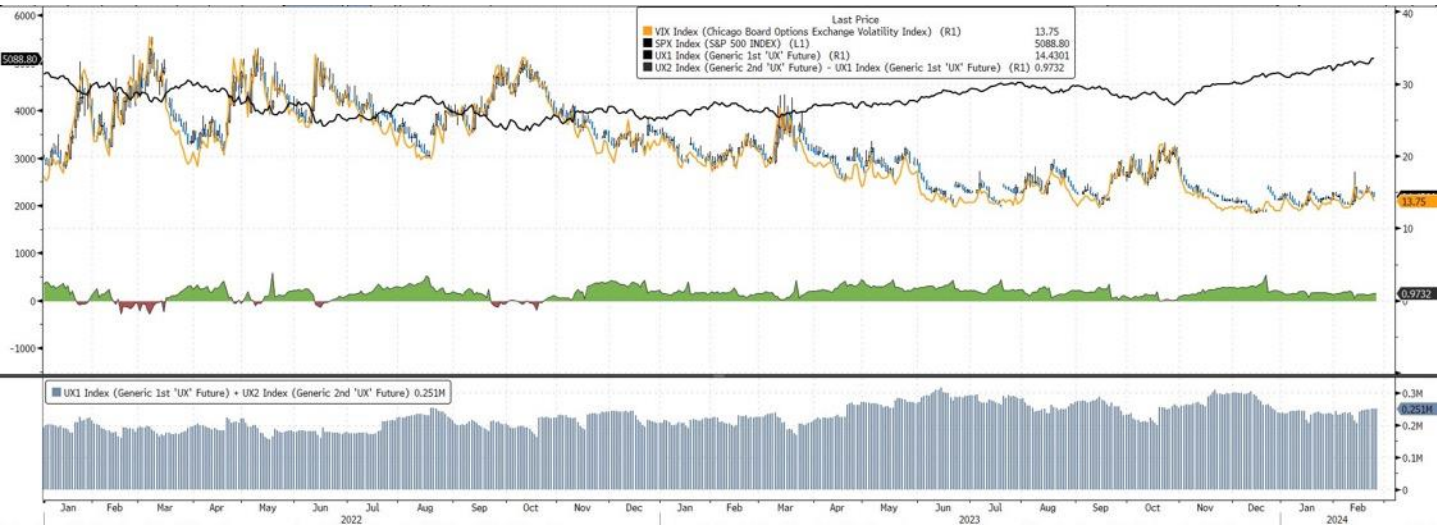
綠:美元指數(DXY Currency), K 線: 美國 10 年期公債實質利率(USGGT10YR) (右軸), 紫: 美國 2 年期公債實質利率(USGGT2YR) (右軸), 橘: 美國 3 年期公債實質利率(USGGT3YR) (右軸), 紅: 美國 5 年期公債實質利率(USGGT5YR) (右軸), 藍: 美國 30 年期公債實質利率(USGGT30YR)(右軸)

資料來源：Bloomberg

### 三、VIX 與短線行情

VIX 期貨近月期限價差(UX2-UX1)保持在空方判斷點 0.60 之上，行情為多；合計 VIX 期貨近月及次近月合約(UX1+UX2)未平倉量(OI)較上週大幅上升，為近期的偏高水位，短線籌碼壓力略增；VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅上升，為近期的偏高水位，中線籌碼壓力上升。綜合以上，VIX 指標整體短線偏多，不過中期籌碼壓力增大。

圖 3A：S&P500 與 VIX 期貨（近月）序列的關係



黑: S&P500 指數(SPX), K 線: VIX 期貨(UX)連續近月(UX1), 橘: VIX 指數  
綠/紅區域: UX 連續次近月-UX 連續近月 (UX2-UX1)  
下方柱狀圖: UX 近月+UX 次近月的未平倉量(Open Interest)  
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3A-1：S&P500 與 VIX 期貨(次近月)序列的關係



黑: S&P500 指數(SPX), K 線: VIX 期貨(UX)連續次近月(UX2), 橘: VIX 指數  
綠/紅區域: UX 連續次次近月-UX 連續次近月 (UX3-UX2)  
下方柱狀圖: UX 所有合約的合計未平倉量(Open Interest)  
資料來源：Bloomberg、元大投顧



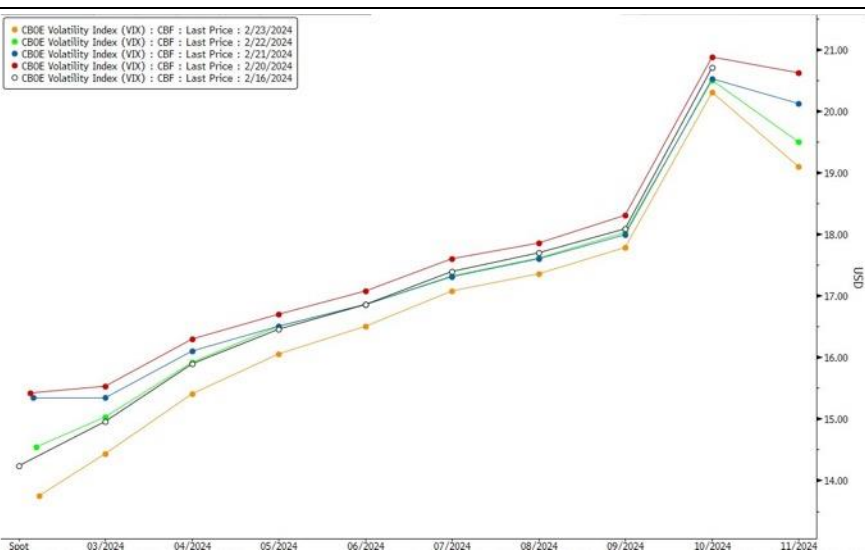
圖 3B：UX 近月及次近月合約日內走勢(5 日)



藍: VIX 期貨(UX)連續近月(UXA), 紅: VIX 期貨(UX)連續次近月(UX2), 黃: VIX 指數, 黑: S&P500 期貨活躍月份(S&P500 e-mini, ESA), 綠: VIX 期貨 4 月合約(UXJ4))

資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3C：UX 合約的遠期曲線



資料來源：Bloomberg

四、重要附表

圖 4A：美國無風險利率走勢



K 線: 美國 10 年期公債殖利率, 紅/紫/淺藍: 美國 5/2/30 年期公債殖利率, 黃: 3 個月銀行間拆款利率

資料來源: Bloomberg

圖 4B：美國抗通膨債券殖利率走勢



綠: 美元指數(DXY) (左軸), 黑線: K 線: 黃金現貨(XAU) 藍/紅/紫/淺藍: 美國 10/5/2/30 年期公債殖利率

左軸 2019/12/31 = 100

資料來源: Bloomberg

圖 4C: 美國抗通膨債交易價基礎的通膨預期 vs 黃金

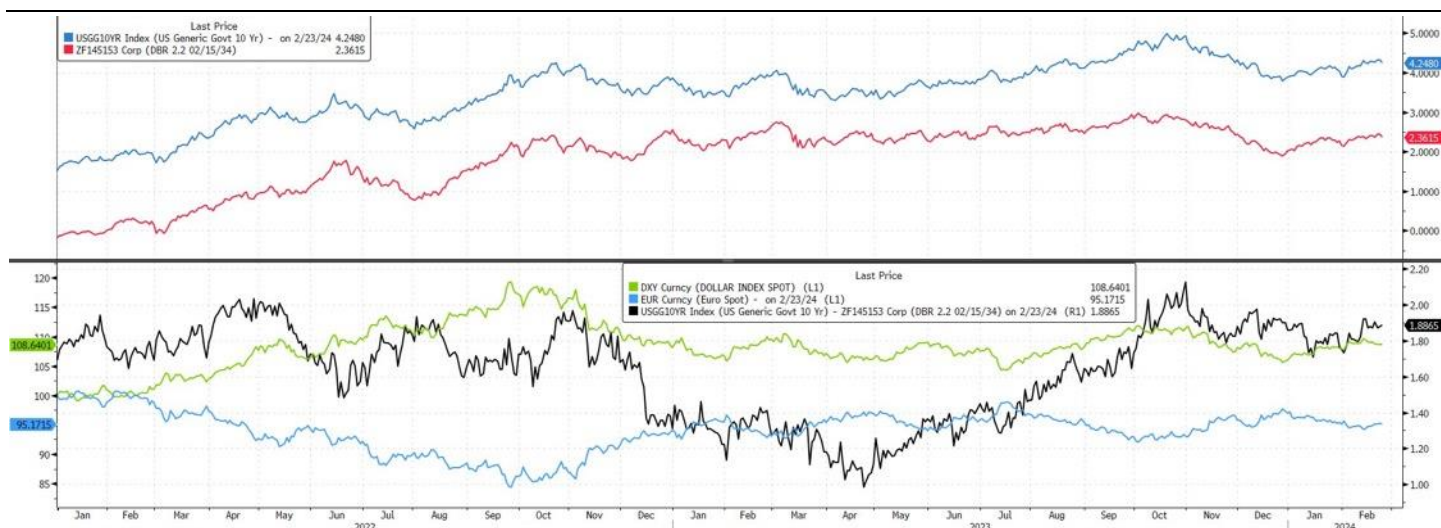


綠: 美元指數(DXY, 左), 黃細線: Comex 黃金期貨連續近月(GC1), 黃粗線: 黃金現貨價格(XAU) (左), K 線: 西德州原油期貨活躍月份(CLA), 藍/紅/紫/淺藍: 美國 10/5/2/30 年公債殖利率-美國 10/5/2/30 年抗通膨公債殖利率, 黑: 美國五年期公債殖利率 5 年遠期合約(5y5y forward)

(左軸 2019/12/31 = 100)

資料來源: Bloomberg

圖 4D: 美國-德國公債利差 vs 歐元走勢



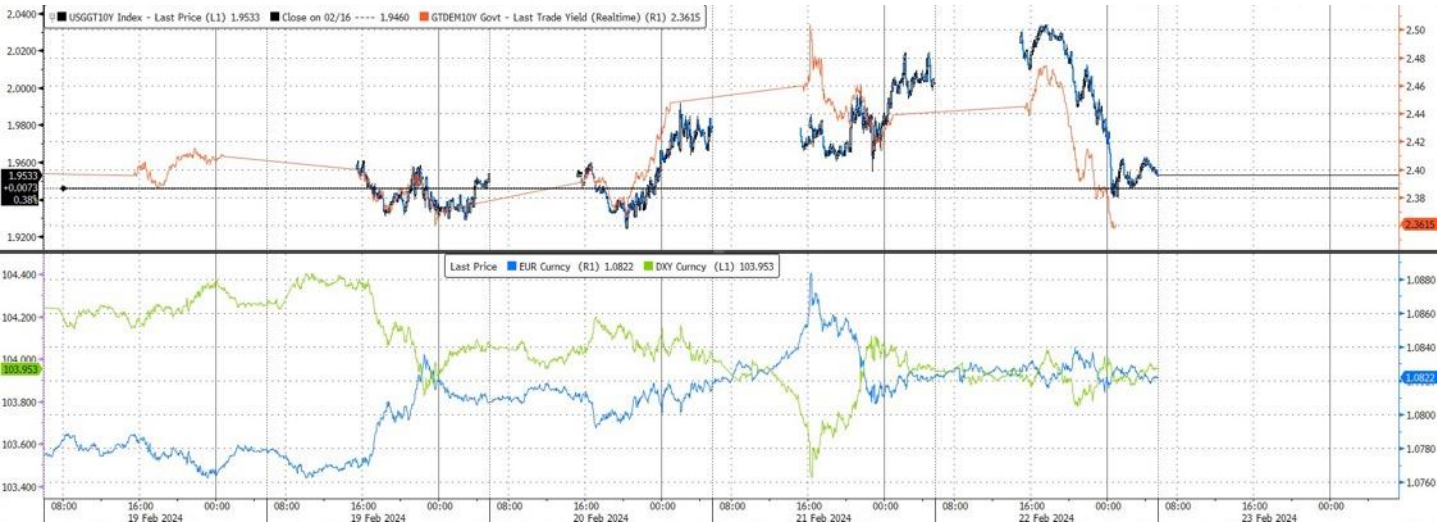
上圖藍線: 美國十年公債殖利率, 上圖紅線: 德國十年公債殖利率

下圖黑線: 美國十年公債殖利率-德國十年公債殖利率, 下圖藍線: 美元兌 1 歐元匯率(左), 下圖綠線: 美元指數

資料來源: Bloomberg



圖 4E：美國抗通膨公債殖利率、德國公債殖利率、歐元日內走勢



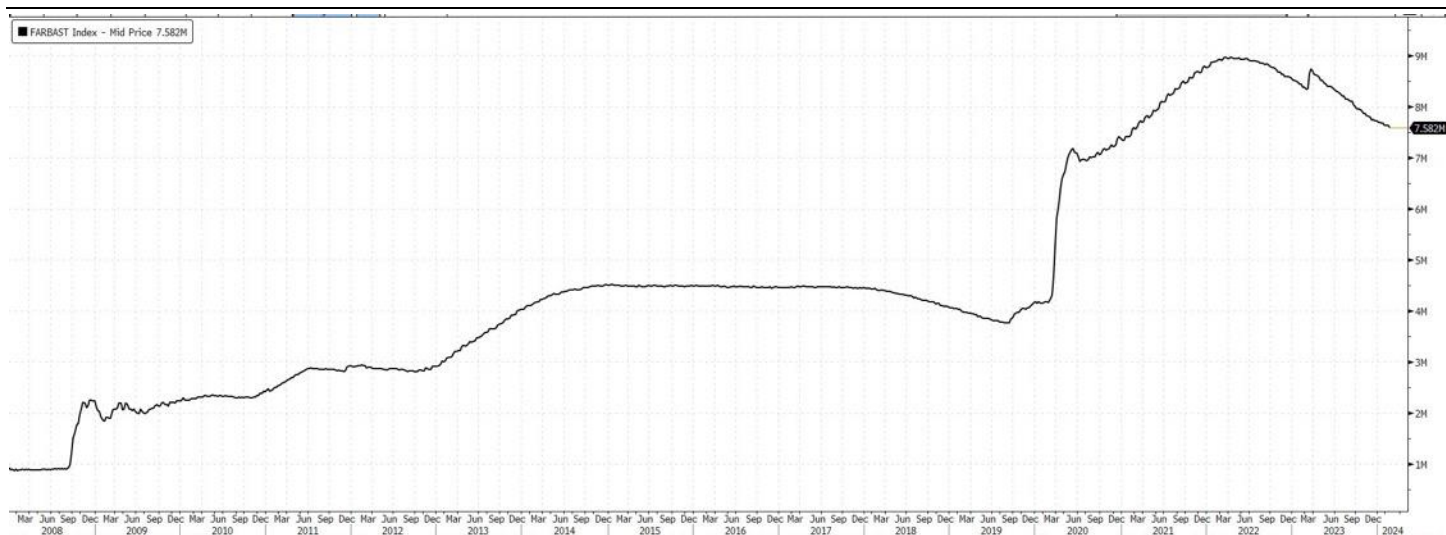
註:上圖黑 K:美國 10 年期公債殖利率、紅線德國 10 年期公債殖利率、下圖藍線:歐元、下圖綠線:美元指數  
資料來源：Bloomberg

圖 4F：成熟市場貨幣匯率



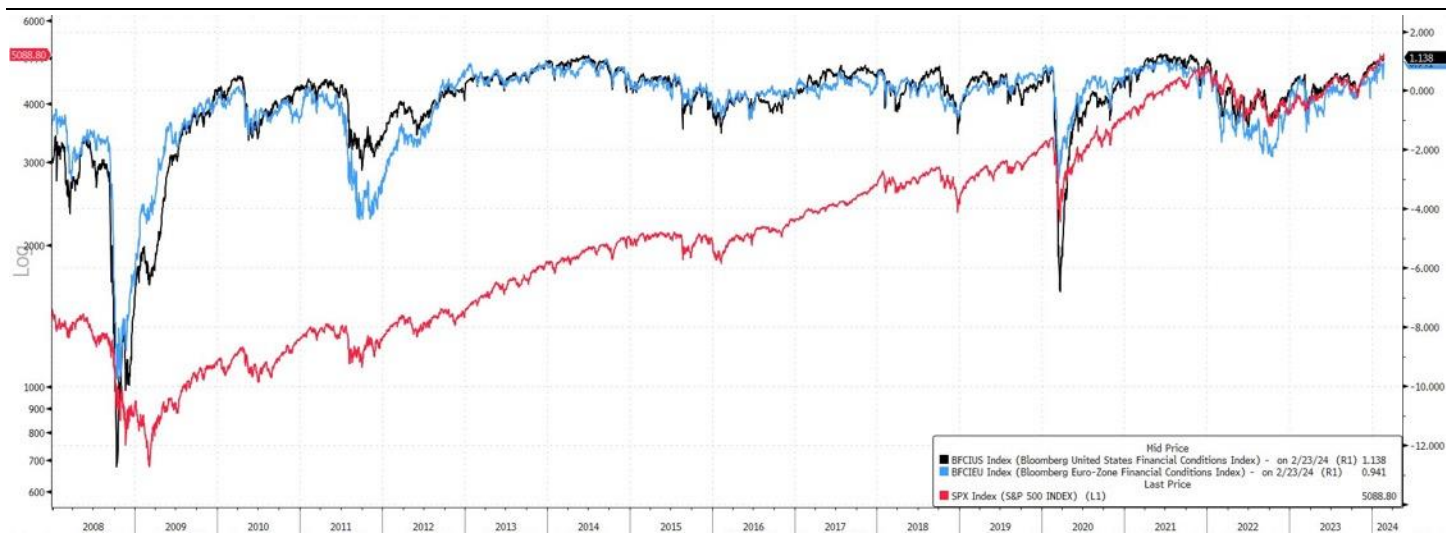
綠線: 美元指數(DXY), 黑點: 加拿大元兌 1 美元(CAD), 紅點: 日圓兌 1 美元(JPY), 黑紅線: 美元兌 1 英鎊(GBP), 藍線: 美元兌 1 歐元(EUR), 深藍線: 澳大利亞元兌 1 美元(AUD)  
2019/12/31 = 100  
“點”圖例貨幣(CAD, JPY) 向上為兌美元貶值  
資料來源：Bloomberg

圖 4G：美國聯邦準備銀行體系總資產



資料來源：Bloomberg

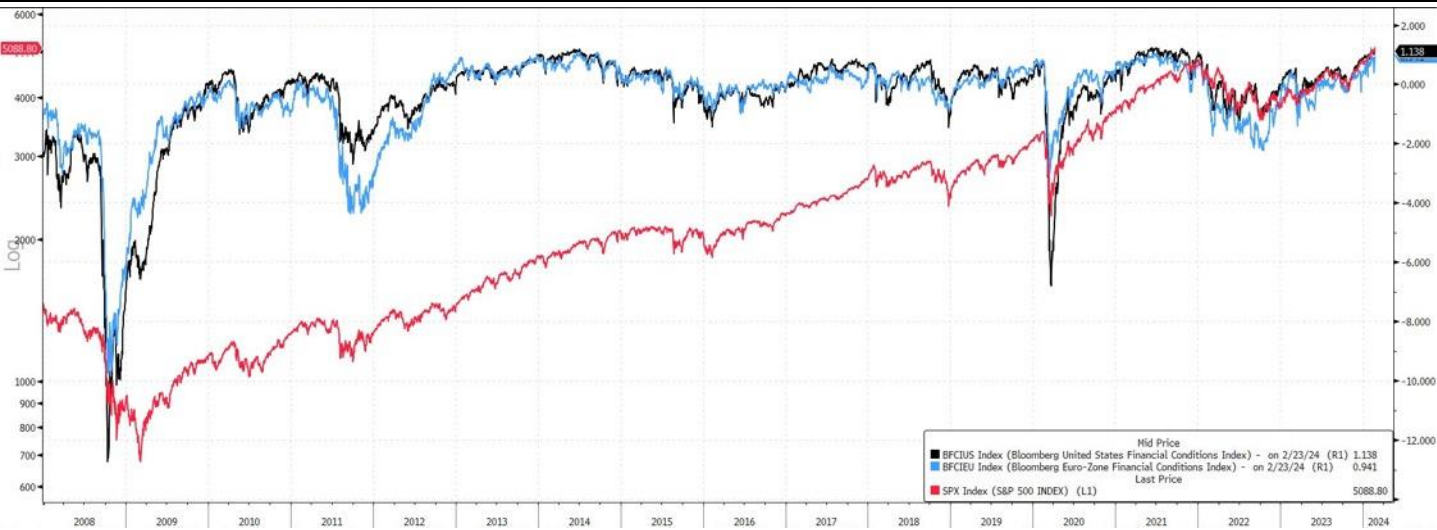
圖 4H：彭博 Financial Condition Index



黑線: Bloomberg US Financial Condition Index (BFCIUS, 或看板 FCON Go)衡量美國金融市場融資寬鬆/緊縮程度, 平均值為 0(金融海嘯前), Y(右)軸數值為標準差 · (+/-)表示寬鬆/緊縮, 藍線: Bloomberg Euro Zone Financial Condition Index (BFCIEU), 紅線: S&P 500 指數 (左軸, 取自然對數)

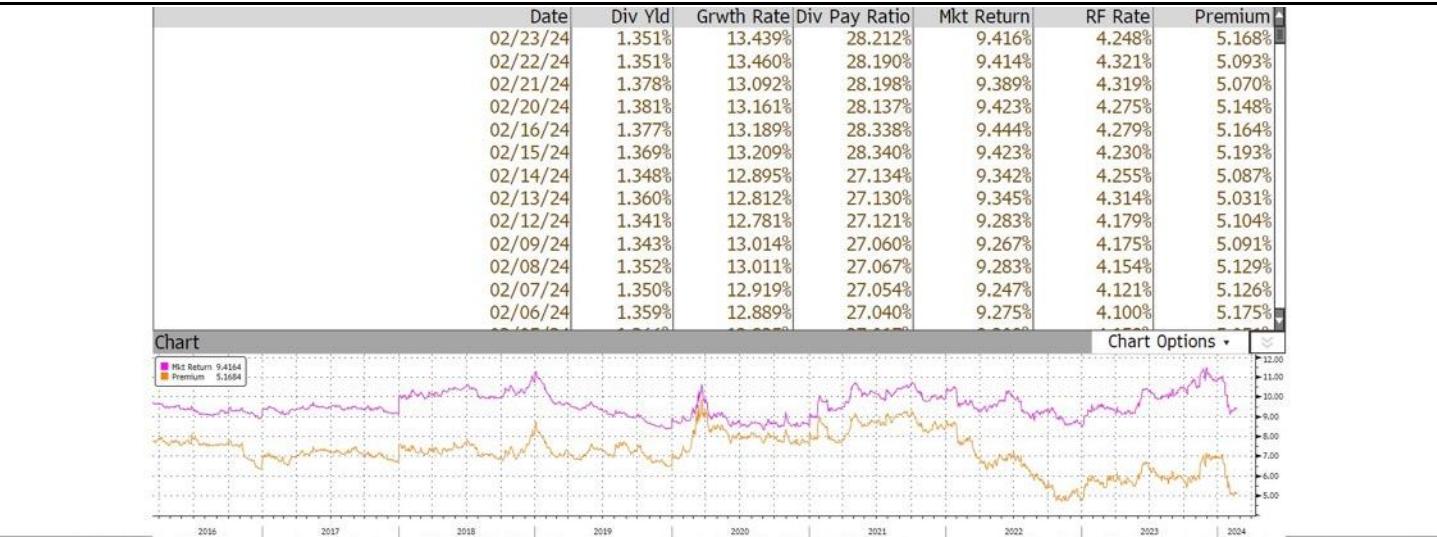
資料來源：Bloomberg

圖 4I：彭博巴克萊美元高收&新興高收 OAS 利差



黑線: Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Index Average OAS, 紅線: Bloomberg Barclays Emerging Market High Yield Index Average OAS  
資料來源：Bloomberg

圖 4J：美國股票市場風險溢酬



橘線: 美國 S&P 500 股價指數風險溢酬(Equity Risk Premium), 紫線: 美國 S&P 500 股價指數市場報酬(Market Return)  
資料來源：Bloomberg

圖 4K：本週 S&P 500 指數漲跌因子

型態	因子/驅動者名稱 (10)	1 日總報酬
價值	PORT US Value	1.25 %
規模	PORT US Size	1.25 %
獲利性	PORT US Profit	1.24 %
股利	PORT US Dividend Yield	1.23 %
槓桿	PORT US Leverage	0.88 %
動能	PORT US Momentum	(0.80)%
交易活動	PORT US Trade Activity	(0.83)%
成長	PORT US Growth	(0.95)%



波動率	PORT US Volatility	(1.05)%
變異性	PORT US Earnings Variability	(1.36)%

2/21

型態	因子/驅動者名稱 (10)	1 日總報酬
價值	PORT US Value	2.18 %
獲利性	PORT US Profit	2.07 %
股利	PORT US Dividend Yield	1.29 %
規模	PORT US Size	1.25 %
槓桿	PORT US Leverage	0.61 %
動能	PORT US Momentum	(0.08)%
變異性	PORT US Earnings Variability	(0.30)%
波動率	PORT US Volatility	(0.50)%
交易活動	PORT US Trade Activity	(0.81)%
成長	PORT US Growth	(0.90)%

2/22

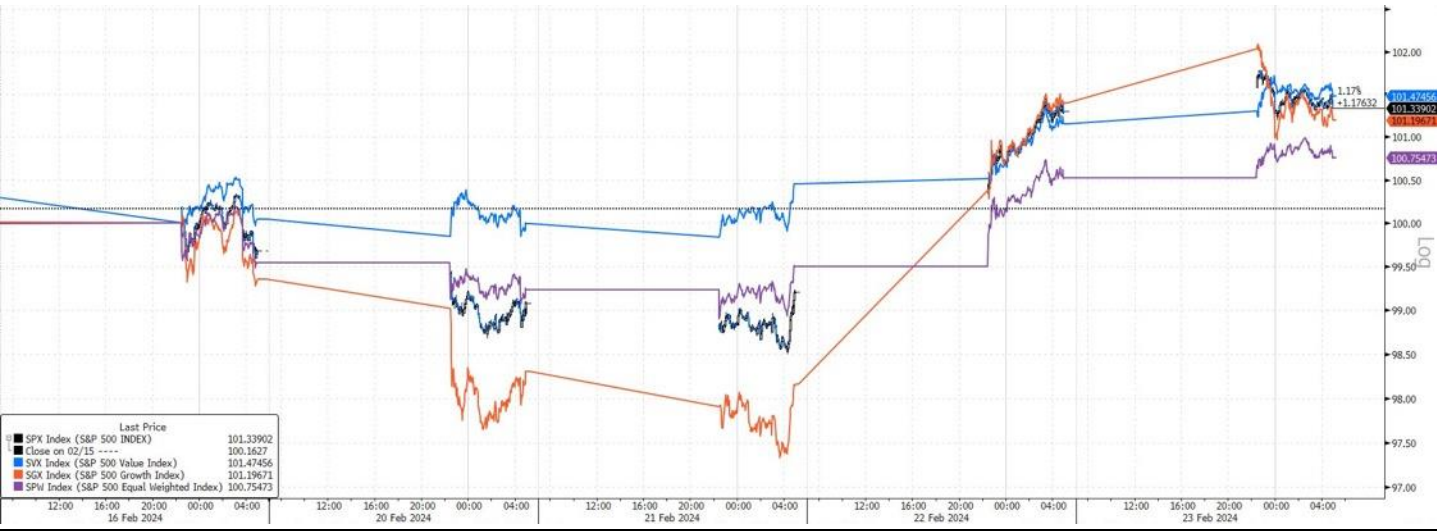
型態	因子/驅動者名稱 (10)	1 日總報酬
動能	PORT US Momentum	1.79 %
成長	PORT US Growth	1.04 %
變異性	PORT US Earnings Variability	0.97 %
交易活動	PORT US Trade Activity	0.55 %
獲利性	PORT US Profit	0.50 %
規模	PORT US Size	0.35 %
波動率	PORT US Volatility	(0.05)%
槓桿	PORT US Leverage	(0.74)%
股利	PORT US Dividend Yield	(0.89)%
價值	PORT US Value	(0.97)%

2/23

型態	因子/驅動者名稱 (10)	1 日總報酬
動能	PORT US Momentum	0.74 %
價值	PORT US Value	0.43 %
成長	PORT US Growth	0.34 %
規模	PORT US Size	0.31 %
獲利性	PORT US Profit	0.19 %
變異性	PORT US Earnings Variability	0.13 %
槓桿	PORT US Leverage	0.06 %
股利	PORT US Dividend Yield	(0.15)%
交易活動	PORT US Trade Activity	(0.48)%
波動率	PORT US Volatility	(0.53)%

資料來源：Bloomberg

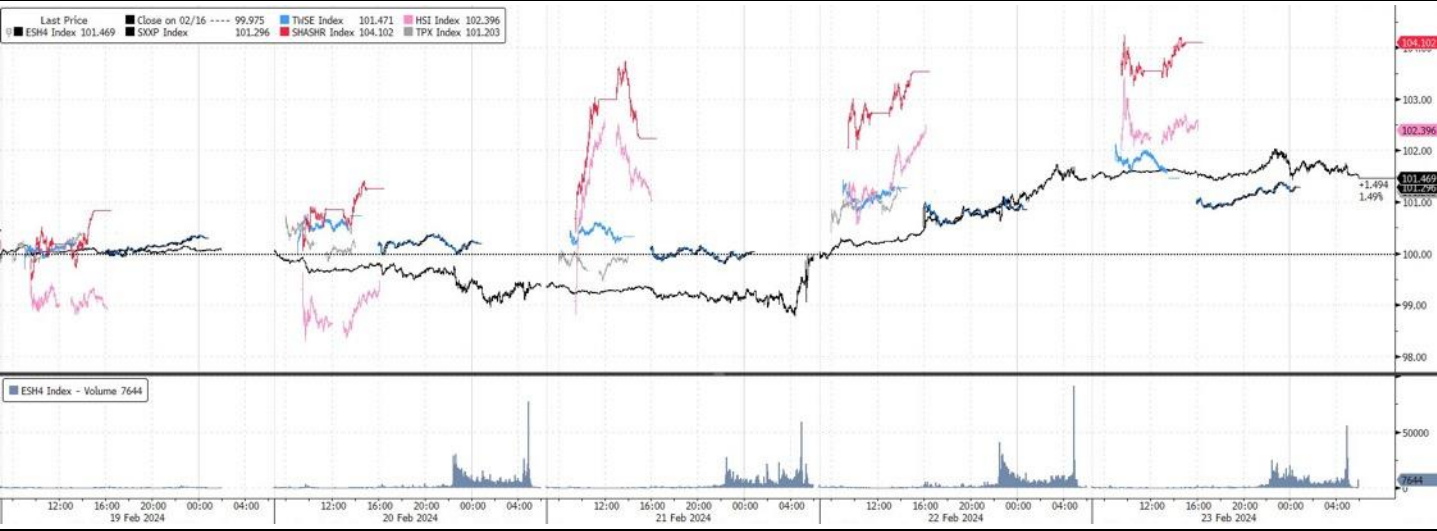
圖 4L：S&P 500 指數、S&P 500 等權重指數、S&P 500 成長股、S&P 500 價值股指數



K 線: S&P 500 指數, 橘線: S&P 500 指數成長股, 藍線: S&P 500 指數, 紫線: S&P 500 等權重指數價值股皆已標準化 · 右軸

資料來源：Bloomberg

圖 4M：美、歐、日、中、台 5 日盤中走勢



ESU1:美股近月期貨; SXXP: STOXX 歐洲 600 指數; TWSE: 台灣加權股價指數; SHASHR: 上海 A 股指數; TPX: 東證指數

資料來源：Bloomberg

近期相關報告

元大觀點  
季報

日期	報告標題
12/11	<a href="#">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</a>

週報

日期	報告標題
----	------

01/02	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
01/02	總體經濟週報 - <a href="#">告別意外之好的 2023 年，迎向有點韌性但又有點風險的 2024</a>
01/02	日股週報 - <a href="#">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</a>
01/08	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
01/08	總體經濟週報 - <a href="#">美國接近貝弗里奇曲線轉折點</a>
01/08	日股週報 - <a href="#">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</a>
01/15	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
01/15	總體經濟週報 - <a href="#">Fed 巨量虧損不會產生市場動盪與系統性風險</a>
01/15	日股週報 - <a href="#">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</a>
01/22	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
01/22	總體經濟週報 - <a href="#">目前軟硬資料的背離表明經濟存在韌性、股債市風險不大</a>
01/22	日股週報 - <a href="#">聚焦日銀決議、企業財報，多空因素交錯股市漲勢趨緩</a>
01/29	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
01/29	總體經濟週報 - <a href="#">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</a>
01/29	日股週報 - <a href="#">投資人靜待財報揭曉，股市呈高檔震盪格局</a>
02/05	日股週報 - <a href="#">聚焦大型權值股財報，股市延續緩漲格局</a>
02/19	市場風險監測 - <a href="#">美股攻勢持續，投資人思維偏多；惟市場結構惡化，仍應保持警覺</a>
02/19	總體經濟週報 - <a href="#">在經濟軟著陸的情況下，債券市場最多是個慢牛行情</a>
02/19	日股週報 - <a href="#">財報季結束、指數逼近歷史高位，日股漲勢趨緩</a>

#### 元大觀點

日期	報告標題
01/02	<a href="#">從主計總處經濟預測回推 2024 年台股營收可能變化</a>
01/02	<a href="#">關於 2024 年股債市場的幾點思考方向</a>
01/08	日本景氣與市場展望 - <a href="#">刺激政策支持、日銀寬鬆大方向不變，延續景氣擴張期</a>
02/20	<a href="#">電價調漲對台灣物價、經濟成長、產業的影響評估</a>

#### 元大戰情分析

日期	報告標題
01/02	<a href="#">元月行情啟動，股匯市多頭延續機率高！</a>
01/03	美國大選前瞻： <a href="#">拜登選情些微落後，穩就業與景氣是首要工作</a>
01/04	<a href="#">FOMC 會議記錄未釋放鷹派訊息，但開始擔心經濟的下行風險</a>



01/05	<a href="#">美債務突破 34 兆之際，預算案的兩黨政治攻防再起</a>
01/08	<a href="#">新年首週走勢，真能預測全年多空？</a>
01/09	<a href="#">流動性緊俏，量化緊縮政策須調整步伐</a>
01/10	<a href="#">聯準會醞釀降息，台灣央行跟進機率低</a>
01/11	<a href="#">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</a>
01/12	<a href="#">台灣出口回溫，產業冷熱兩樣情</a>
01/14	<a href="#">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</a>
01/16	<a href="#">聯準會營運損失千億美元，顯示暴力升息代價不低</a>
01/17	<a href="#">入不敷出，美財政缺口居高不下</a>
01/18	<a href="#">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</a>
01/19	<a href="#">流動性需求漸增，聯準會縮表循環進入尾聲</a>
01/22	<a href="#">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</a>
01/23	<a href="#">外資大進大出，財政部成最大贏家</a>
01/24	<a href="#">美抗通膨公債標售結果，顯示通膨延續緩降趨勢</a>
01/25	<a href="#">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</a>
01/26	<a href="#">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</a>
01/29	<a href="#">大型科技股依然是一個人的武林</a>
01/30	<a href="#">美國重返低利率趨勢？解讀葉倫談話的弦外之音</a>
01/31	<a href="#">台灣金融情勢解析：流動性無虞，支撐資產價格續揚</a>
02/01	<a href="#">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</a>
02/02	<a href="#">收入可望改善，美國財政部收斂上半年發債額度</a>
02/15	<a href="#">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</a>
02/16	<a href="#">通膨數據虛胖，無礙逐步降溫趨勢</a>
02/17	<a href="#">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</a>
02/20	<a href="#">技術性衰退，無礙日股長線多頭趨勢</a>
02/21	<a href="#">調整電價反映成本，心理層面影響大於實質層面</a>
02/22	<a href="#">Nvidia 財報巨幅優於預期，為美股攻勢延續生機</a>
02/23	<a href="#">高評價不等於泡沫—以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例</a>

國際金融市場焦點

<a href="#">02/21</a>	<a href="#">02/22</a>	<a href="#">02/23</a>		
-----------------------	-----------------------	-----------------------	--	--

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： <a href="#">製造業狀況好轉，僅是受到短期性因素所致</a>
01/08	美國 12 月份就業報告、ISM 服務業 PMI - <a href="#">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</a>
01/12	美國 12 月份 CPI - <a href="#">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</a>
01/18	美國 12 月份零售銷售 - <a href="#">聖誕假期、新年假期接連到來，帶動零售銷售動能明顯轉強</a>
01/22	美國 12 月份成屋銷售 - <a href="#">房貸利率回落後，房市景氣因而開始浮現觸底跡象</a>
01/25	美國 1 月份 S&P Global PMI - <a href="#">訂單狀況好轉、原料價格攀升，通膨具有潛在的回溫壓力</a>
01/26	美國第四季 GDP - <a href="#">季節性因素充分發酵，GDP 增速持續高於長期平均</a>
01/29	美國 12 月份 PCE - <a href="#">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</a>
02/02	美國 1 月份 ISM 製造業 PMI - <a href="#">拉貨需求大幅轉強的背後，卻是客戶對於供應中斷的擔憂</a>
02/05	美國 1 月份就業報告 - <a href="#">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</a>

日本

日期	報告標題
01/10	日本東京通膨及家戶收支： <a href="#">通膨延續下行趨勢，今年內需有望復甦</a>
01/11	日本 11 月薪資報告： <a href="#">薪資成長維持溫和，短期內日銀將按兵不動</a>
01/19	日本 11 月機械設備訂單： <a href="#">私部門投資維持低迷，日銀料延續寬鬆政策</a>
01/19	日本 12 月通膨： <a href="#">通膨下探一年半新低，元月日銀料按兵不動</a>
01/23	日銀利率會議解讀 - <a href="#">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</a>
01/26	日本一月東京 CPI： <a href="#">商品及服務漲勢雙雙降溫，通膨年增率跌破 2%</a>
01/30	日本 12 月就業報告： <a href="#">勞動市場維持穩健擴張，但兼職比例加速上升</a>
02/09	日本 12 月薪資及家戶收支： <a href="#">薪資成長溫和，家戶實質消費持續衰退</a>
02/16	日本第四季 GDP - <a href="#">薪資成長不及通膨，為拖累景氣成長陷入衰退主因</a>
02/21	日本 1 月份進出口 - <a href="#">汽車、半導體設備出口強勁，帶動出口連續兩個月改善</a>

歐元區

日期	報告標題
01/03	歐元區 11 月份貨幣供給 - <a href="#">企業融資狀況好轉，經濟浮現初步落底跡象</a>
01/08	歐元區 12 月份 CPI 初值 - <a href="#">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</a>
01/09	歐元區 12 月份經濟信心指數、11 月份零售銷售 - <a href="#">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</a>
01/16	歐元區 11 月份工業生產 - <a href="#">非耐久消費財生產狀況好轉，工業景氣正逐漸築底</a>
01/25	歐元區 1 月份 S&P Global PMI - <a href="#">靜待薪資降溫趨勢確立，ECB 短時間內料將按兵不動</a>
01/26	1 月份 ECB 決議 - <a href="#">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</a>

01/29	歐元區 12 月份貨幣供給、第四季銀行貸款調查 - <a href="#">銀行不再大力收緊授信標準，私部門貸款動能改善</a>
01/31	歐元區 1 月份經濟信心指數 - <a href="#">製造業景氣築底，服務業景氣轉強</a>

## 台灣

日期	報告標題
01/03	台灣 2023 年 12 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業持續緊縮，非製造業穩健擴張，產業涼暖依然兩極</a>
01/08	台灣 2023 年 12 月 CPI： <a href="#">物價漲勢進一步鈍化，但仍距央行目標 2%有段距離</a>
01/10	台灣 2023 年 12 月出口： <a href="#">人工智慧商機與低基期因素加乘，出口雙位數成長</a>
01/23	台灣 2023 年 12 月外銷訂單： <a href="#">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</a>
01/24	台灣 2023 年 12 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">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</a>
01/26	台灣 2023 年 12 月景氣指標： <a href="#">景氣對策燈號續亮黃藍燈，領先指標續揚</a>
02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： <a href="#">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</a>
02/02	台灣 1 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫</a>
02/14	台灣 1 月 CPI： <a href="#">農曆春節錯月因素，CPI 上漲率降至 2%以下</a>
02/14	台灣 1 月出口： <a href="#">人工智慧商機與農曆春節低基期，出口雙位數成長</a>



# 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