

元大觀點 – 美國商用不動產風險評析

商用不動產問題引發個別機構風險，然蔓延成系統性風險機率較低

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

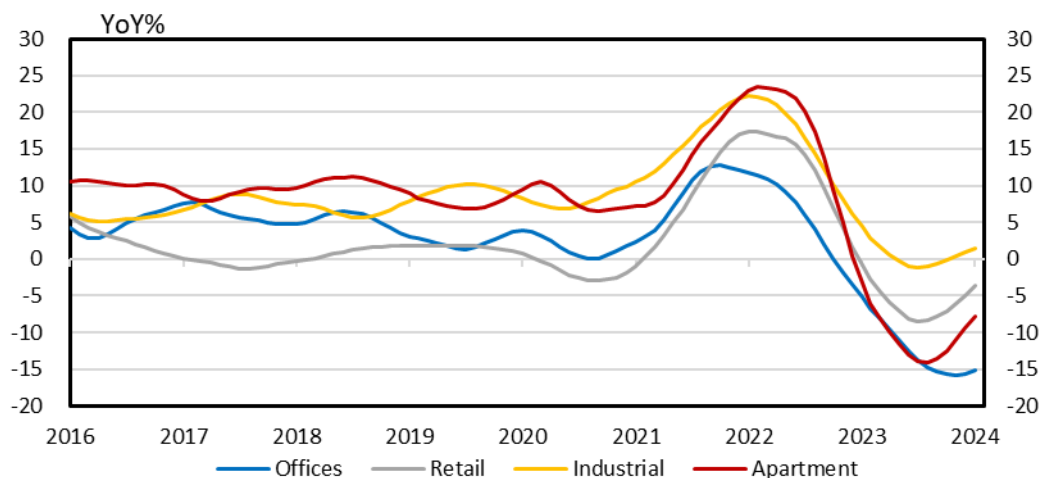
- ◆ 商用不動產價值減損，導致銀行須提列損失造成帳面虧損，紐約社區銀行因此需進行籌資，並減少股利發放，再度引起市場對於商用不動產問題的關注
- ◆ 商用不動產貸款主要由小型銀行承做，導致地區性銀行類股持續承壓，表現相對其餘類股疲弱
- ◆ **CMBS** 佔銀行整體業務佔比較小，影響效果及範圍較窄，加上有聯準會作為後援，因此儘管有個別機構風險，但擴散成系統性風險的機率相對較低

評論

由於工作、生活模式的轉變，導致商用不動產的需求結構性的轉弱，其中又以商辦最為嚴重，導致價格嚴重下滑，加上利率持續的高漲，加劇了貸款人的還款壓力，使銀行貸款品質惡化，銀行端的風險出現上升，引起市場的關注。

不過由於商用不動產貸款多為小型銀行所承做，加上貸款規模佔比相對較低，因此目前金融風險主要為個別機構之風險，然而基於聯準會預計將於今年啟動降息循環，貸款市場的緊縮程度逐步放寬，有助於舒緩貸款壓力，與此同時小型銀行的貸款品質較大型銀行為佳，再加上存款的回流使小型銀行的抗風險能力回升，最後還有聯準會作為金融體系的後盾，因此預期影響效果及波及範圍較為有限，個別風險進一步擴展成系統性風險的機率較低。

圖 1：商辦、零售店、工業、公寓價格



資料來源：Bloomberg、元大投顧

商用不動產問題再度成為市場焦點

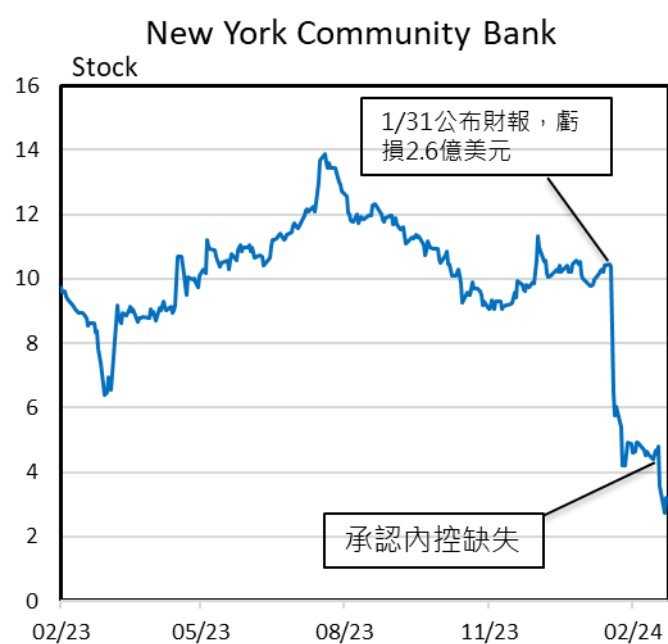
由於在新冠疫情爆發後，美國社會的工作、生活習慣出現轉變，加上為了抑制通膨，美國聯準會於去年開始快速的升息，導致商用不動產不管是交易，亦或是再融資的價值都出現減損，引發市場對於商用不動產是否造成銀行危機的擔憂。

然而最近這個議題又再次變得火熱起來，主要是由於美國紐約社區銀行 (New York Community Bank, NYCB) 其 1 月份財報顯示上季是出現大幅虧損的狀況，虧損金額高達 2.6 億美元，其中多由商業不動產價值減損所致，銀行端面臨到抵押品價值下降的問題，需要於帳面上提列損失，同時紐約社區銀行是屬於資產規模介於 1000 億到 2500 億美元的較大規模銀行，因此 FDIC 對於資本適足率的要求相對更嚴格，為了符合資本適足率，紐約銀行方面避免資本降至過低水準，因而宣布要降低股利的發放，甚至市場傳出他需要進行再注資的行動，消息也導致了其股價於 1/31 重挫 38% (3/6 紐約社區銀行宣布籌資 10 億美元，並且美國前財務部長 Steven Mnuchin 加入董事會，略為重拾市場信心，股價逐漸止穩)。

而商用不動產問題不僅影響美國本土，連遠在太平洋另一岸的日本也受到波及，日本青空銀行同樣是於 1/31 公佈上季財報，不過在公布前一天，市場上關於其因過度曝險於美國商用不動產上，可能會有虧損發生的消息早已甚囂塵上，果不其然隔日公布的財報確實出現鉅額虧損，造成股價連兩日重挫，單單兩天市值即蒸發 33%。

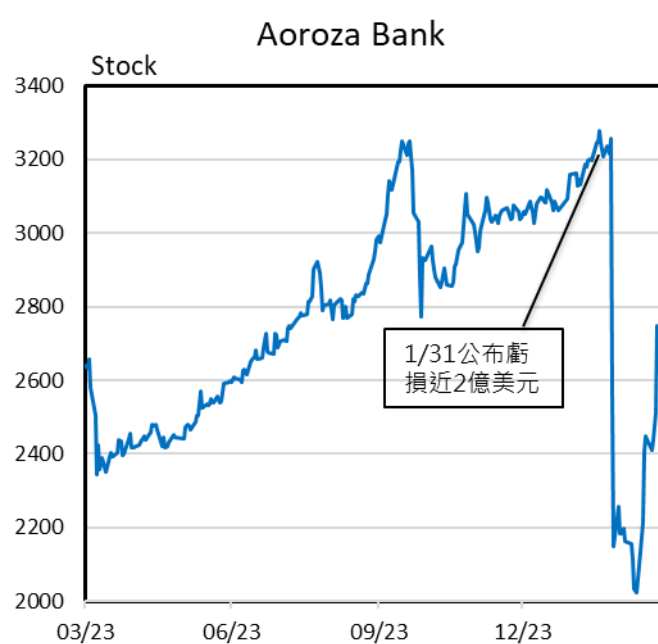
正是由於商用不動產問題使得銀行接連出現虧損，投資人對於整體金融市場風險提升感到擔憂，以下我們將快速的瀏覽目前商用不動產市場的概況。

圖 2：紐約社區銀行股價



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：日本青空銀行股價



資料來源：Bloomberg、元大投顧

商用不動產價格普遍下跌

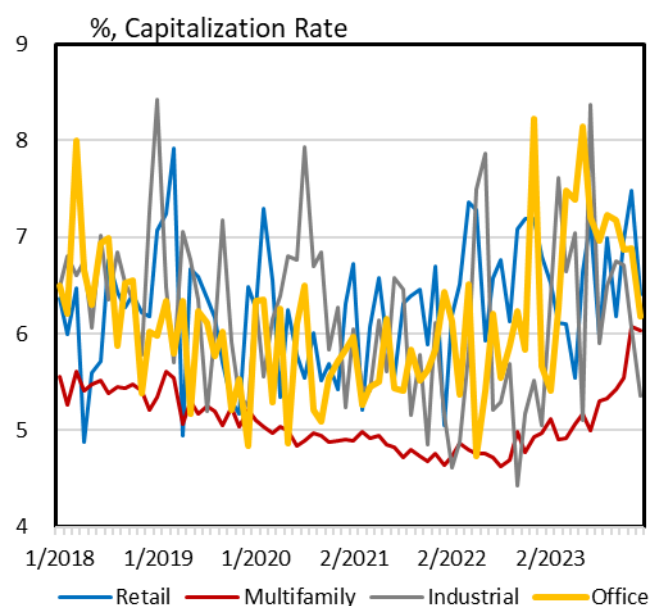
由於過去一年多的時間聯準會快速的升息，再加上疫情之後，整體生活、工作的模式皆有改變，商用不動產的交易或再融資的價值下降，反映在 2022 年後價格出現大跌，然而近期他的整體跌幅是有所收斂的，跌幅最大時達到了-11.2%，而目前是漸漸收斂至 4.8%。

而若我們再細究商用不動產的各個組成成分，透過用途的不同我們可以粗略地分為四大類，分別是商業辦公室、零售店、工業用途的工廠以及多戶住宅 (公寓) 四大項，在此四大項資產之中，可以觀察到僅有工業用途價格於近期出現揚升，其餘

類別資產價格仍舊處於跌價階段，所幸多戶住宅以及零售店兩者的跌幅收斂的情況較為顯著，然而跌幅最重的當屬商用辦公室了，其近 5 個月平均的跌幅仍高達 15.5%，並且收斂的趨勢仍不明顯。

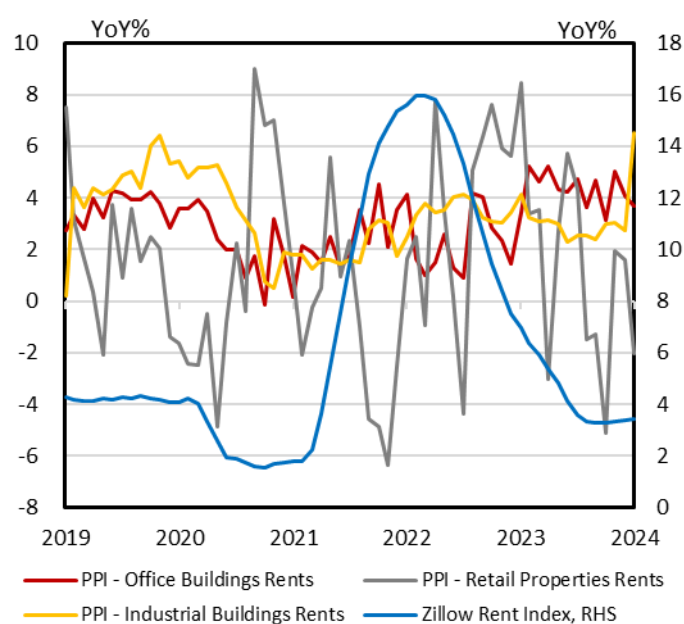
而在觀察商用不動產時，資本化率也是一個常使用的指標，也就是將淨營業收入除以資產價格，比例高通常代表不動產價值減損嚴重，亦或是租金大幅上揚。近期隨著商用不動產價格下降，加上租金高漲之下，各類資產的資本化率普遍趨勢向上，儘管商辦及零售店近期資本化率出現下滑，但 6.2% 及 6.4% 仍高於疫情前平均 5.8%、6.3% 的水準，而多戶住宅資本化率則是大幅攀升，除了反映價格下降，更多的是出於租屋市場火熱，導致租金價格飆漲所造成 (儘管近期住房租金價格漲幅大幅收斂，但與疫情前相比總累積漲幅高達 30.6%)，因此可以看出目前整體商用不動產市場仍顯疲弱。

圖 4：商用不動產資本化率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：商用不動產租金



資料來源：Bloomberg、元大投顧

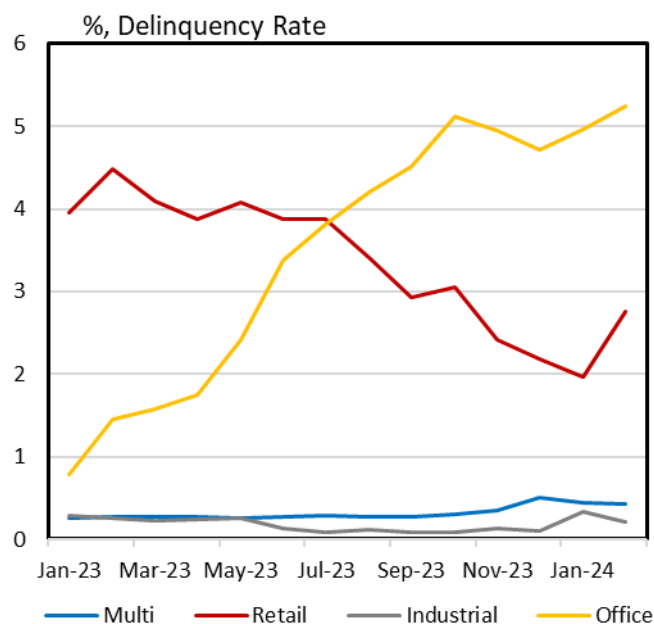
商辦的貸款品質略有惡化

於貸款品質部分，工業及多戶住宅的 30 日以上貸款拖欠率於過去一年並無明顯變動，持續於低檔徘徊，然而商辦的拖欠率卻於過去一年攀升約 4 個百分點，顯示出商辦持有人的緩款能力是相對存疑的，至於零售店的拖欠率則是出現下行趨勢，由高點 4.5% 下降至 2.8%，顯示貸款品質有所改善。

不過根據商用不動產的止贖率來看，商辦止贖率近期有小幅上升，但問題較為嚴重的是零售店止贖率於去年年中開始大幅爬升，儘管已略為下滑，但仍高達 1.08%。

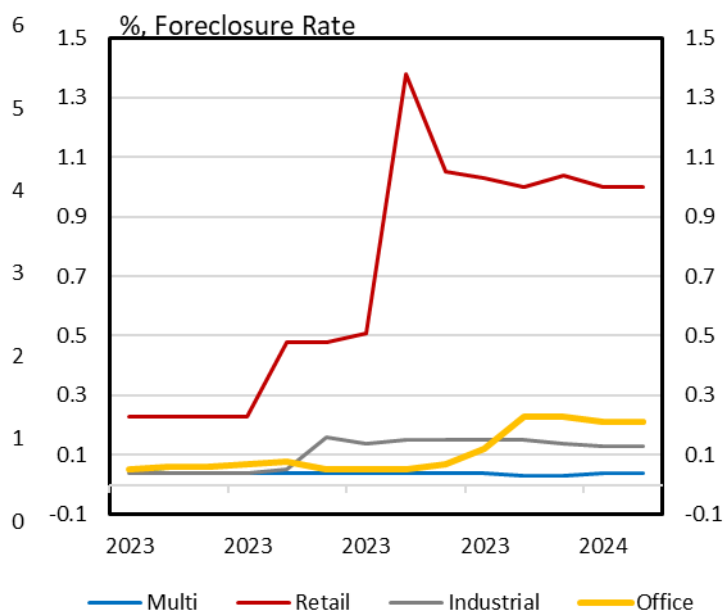
小結前述而言，若直觀的由價格及貸款品質的走勢觀察，目前美國商用不動產的四大類別當中，僅有工業用途的是相對健康的，因此以下我們針對另外三項不動產大類分別進行討論。

圖 6：商用不動產貸款 30 D+拖欠率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 7：商用不動產貸款止贖率

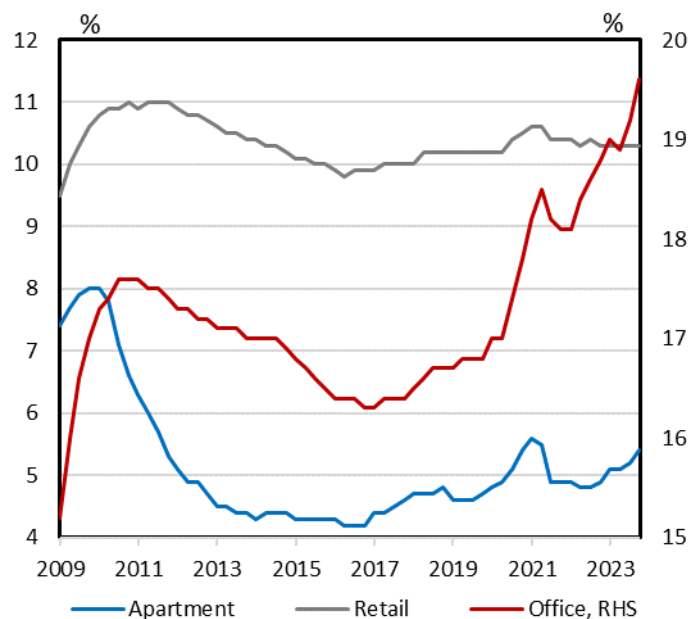


資料來源：Bloomberg、元大投顧

需求面臨結構性轉變，商用辦公室的空置率持續創新高

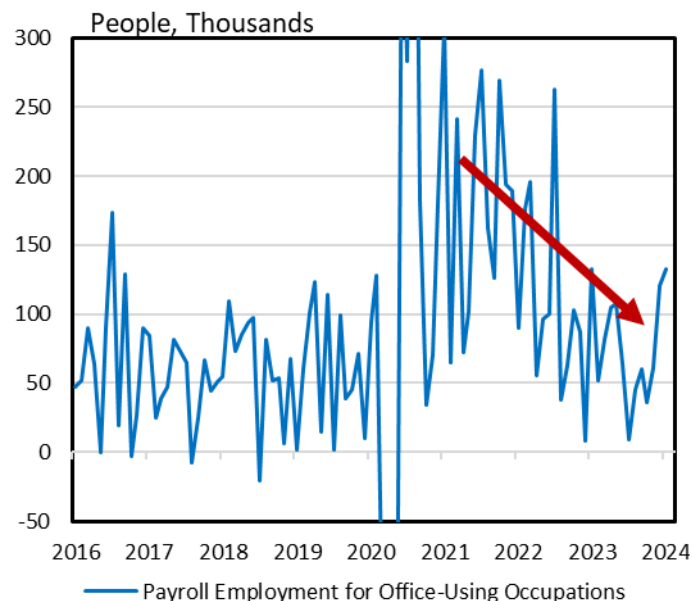
商業辦公室的價值減損，其主要反映的是工作模式的轉變，在新冠疫情爆發後的一段時間內，美國企業開始實行居家工作 (Work From Home) 的工作模式，導致商辦的空置率出現飆升，於 2021 年超過 18% 的水準，而在疫情趨緩之後，企業開始鼓勵重返辦公室 (Return to Office)，但在嘗到了 WFH 的甜頭之後，導致了後續返回辦公室的時候勞工意願較低，截至去年底整體全職返回工作室比率持續於 50% 徘徊，再加上近期使用辦公室的新增就業人數趨勢下行，其中包括資訊、金融及公務員等職業，這也就導致了商辦的需求持續性下降，商辦空置率不斷創新紀錄，截至去年年底空置率達到了 19.6% 的歷史高點，顯示出商辦市場持續疲軟，與之相比，零售店及公寓的空置率於疫情之後上升幅度較不明顯。

圖 8：商用不動產空置率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 9：使用辦公室職業之新增就業人數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

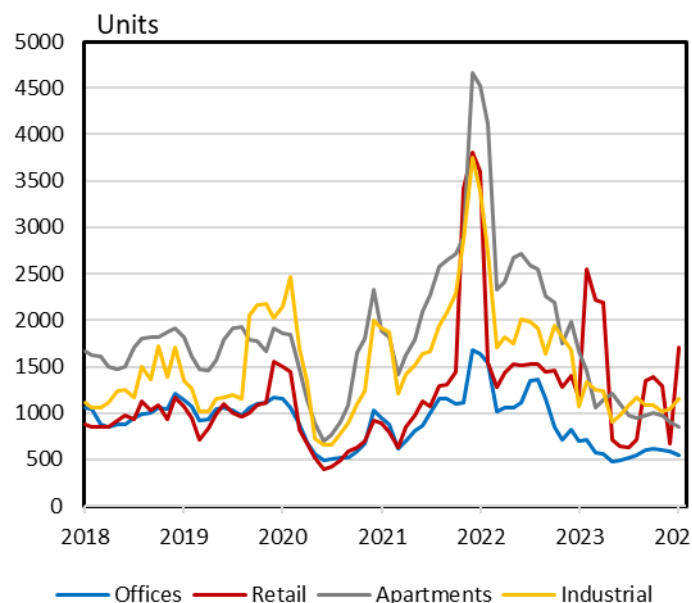
銷售量回溫，零售店市場相對穩健

零售店儘管價格出現減損，並且貸款的拖欠率及止贖率較高，然而基於兩點理由可以觀察到零售店的問題相對不大，首先是近期零售店銷售數據回溫，近半年的平均銷售量為 1187.3 個單元，已回到過去 10 年平均 1183 個單元的水準，然而同一時間，其餘不動產類別的銷售額就相對疲弱，兩相比較之下，即可發現零售店的買氣是較為顯著的回籠。

其次，根據亞特蘭大聯儲所公布的商用不動產市場指數 (Commercial Real Estate Market Index, CREMI，其為衡量商用不動產市場熱度的指標，是依據使用率、淨營業收入及市值等 8 項指標編製而成的指數)，目前整體商用不動產市場的熱度皆有逐步降溫的情勢，但工業用途及零售店的市場熱度仍高於長期平均 (0 軸之上)，落後於長期平均的為商辦及多戶住宅兩者。

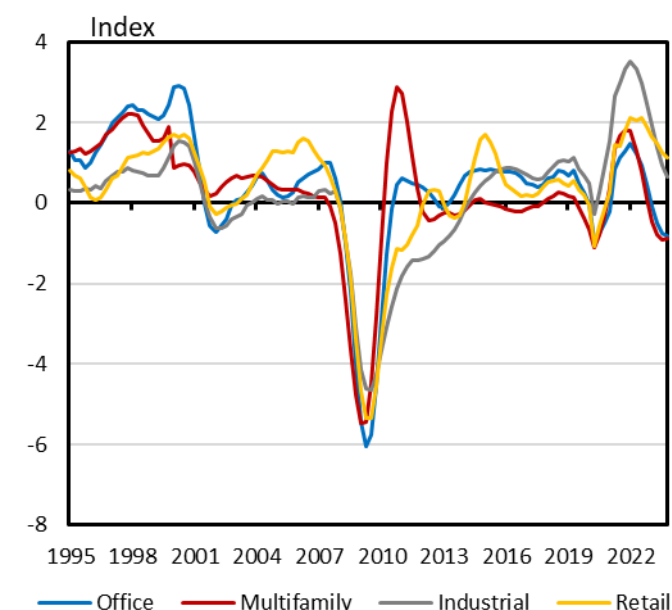
是以綜合而言在市場相對熱絡，買氣逐漸回溫的景況之下，零售店的風險相對不高。

圖 10：商用不動產銷售量



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 11：CREMI 商用不動產市場指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

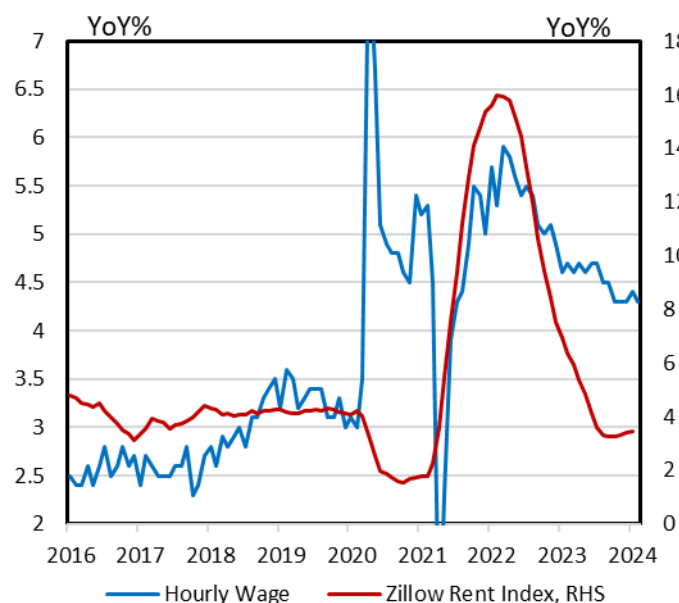
租屋市場火熱，推升租金高漲，持續供給屋主還款金流

多戶住宅一樣面臨價格大跌的影響，不過考量到過去一段時間，得力於美國勞動市場持續處於過熱的狀態，勞動供不應求的態勢不僅是推升了薪資的上漲，同時也反映在租屋市場熱絡，帶動了租金的大幅增長，若以 Zillow 租金指數來看，房屋租金與疫情前相比 (2019 年 12 月)，漲幅高達 30.6%，高昂的租金提供了房東充足的金流以償還貸款(而商辦、零售店以及工業三者的租金漲幅雖較小，但亦隨著通膨而上漲，使他們仍保有基本的還款能力)。

此外，租屋市場續呈熱絡的另一個原因在於美國房市近期處於供需皆疲的狀態，受困於市場房貸利率高漲，30 年固定房貸利率仍高砌於 7% 之上，導致原屋主的換屋意願低落 (因其於低利率時期即以相對低的利率承做貸款，享有過去低利的紅利)，因此除購屋需求下降之外，成屋的供給數量亦顯低落，2 月份的成屋年化銷售額僅約 4 百萬戶，持續處於歷史低位，而成屋可供出售的月份為 3 個月，顯著落於長期平均 5 至 6 個月的水平之下，是以在供需同步疲軟之下 (成屋供給相對疲弱)，凱斯席勒房價指數連續 7 個月的上揚，房價持續性的上漲。

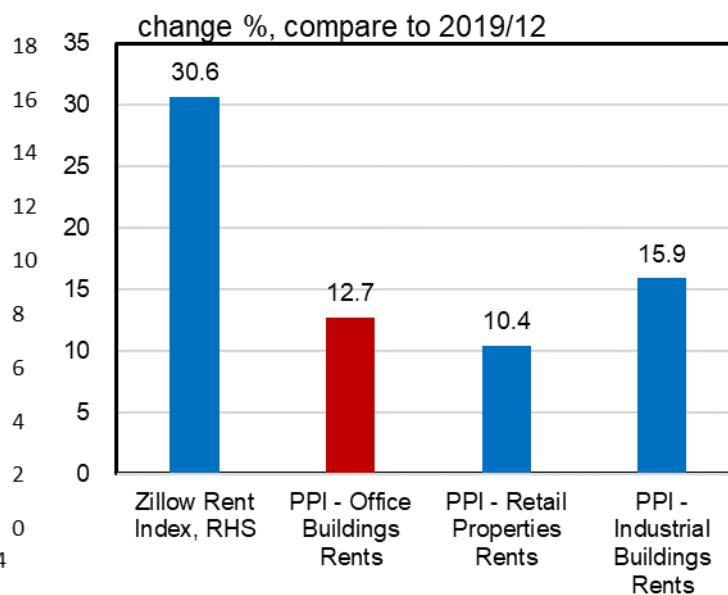
在勞動市場吃緊之下，薪資增長推升租金上揚，替貸款還款金流持續提供保障；而房市供給結構性短缺問題推動房價高漲，使租屋需求有所支撐，因此出於以上兩點理由，目前租屋市場預期能續保熱度，多戶住宅的風險相對較低。

圖 12：平均時薪 & Zillow 租金指數



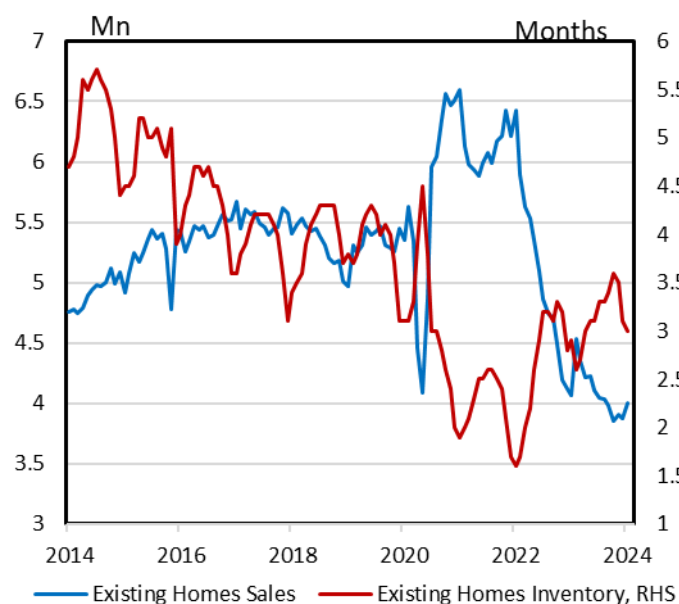
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 13：商用不動產租金漲幅 (與 2019 年底相比)



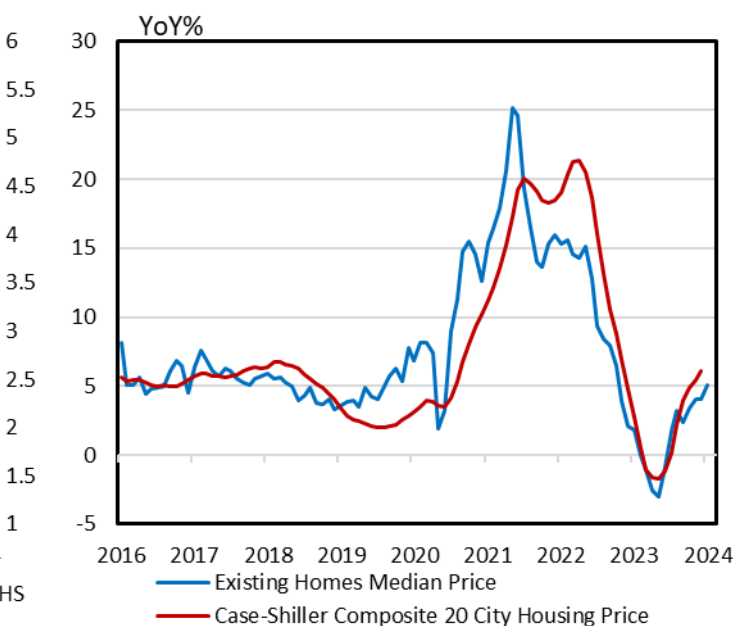
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 14：成屋銷售 & 可供銷售月數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 15：凱斯席勒房價指數 & 成屋中位價



資料來源：Bloomberg、元大投顧

經由前述的分析可以發現目前商用不動產當中，其餘不動產類別的問題較不嚴重，僅有商辦的風險相對較高，因此以下分析主要將目光焦點集中在商用辦公室之上。而基於以下三點理由，我們認為商用不動產的風險主要為金融機構的個別風險，問題蔓延成系統性風險的機率相對較低。

1. 隨著升息循環至尾聲，借貸市場逐漸趨於寬鬆

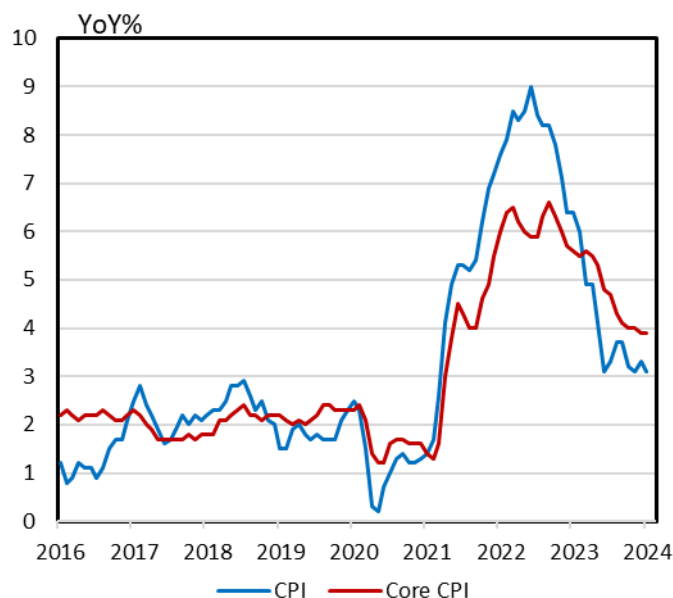
2. 商用不動產貸款佔比不高，並且主要由小型銀行承做
3. 聯準會有過去處理經驗，必要時將提供金融機構臨時性的紓困窗口

以下我們將針對這三點進行進一步的討論。

升息循環尾聲將至，貸款市場轉趨寬鬆

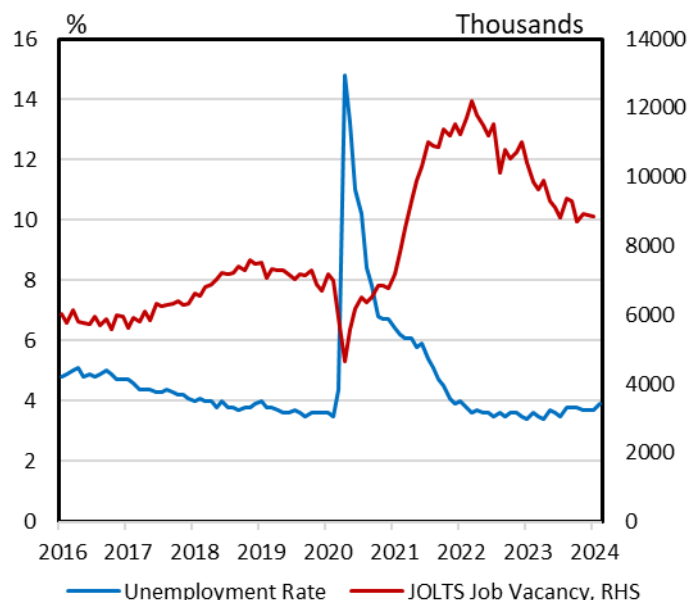
受惠於美國通膨壓力逐漸釋放，儘管通膨降溫步伐略有顛簸，但通膨率仍持續朝向聯準會目標 2% 收斂，加上美國勞動市場近期出現近溫的跡象 (詳見 [3/11 經濟數據評析](#))，提供聯準會有預防性降息的空間出現，聯準會主席鮑爾也於日前的國會聽證會上表示今年將逐步開始降息，而市場預期聯準會將於 6 月降息，並且全年降息約 3 碼，降息預期提升連帶著貸款市場的緊縮程度持續的放寬，根據聯準會資深信貸人員意見調查 (Senior Loan Officer Opinion Survey) 數據顯示，美國銀行業對於非農業非住宅不動產的緊縮比例持續性的下降，逐步放寬貸款條件；而多戶住宅及非農業非住宅商用不動產的貸款需求亦有所回溫。

圖 16：CPI & Core CPI



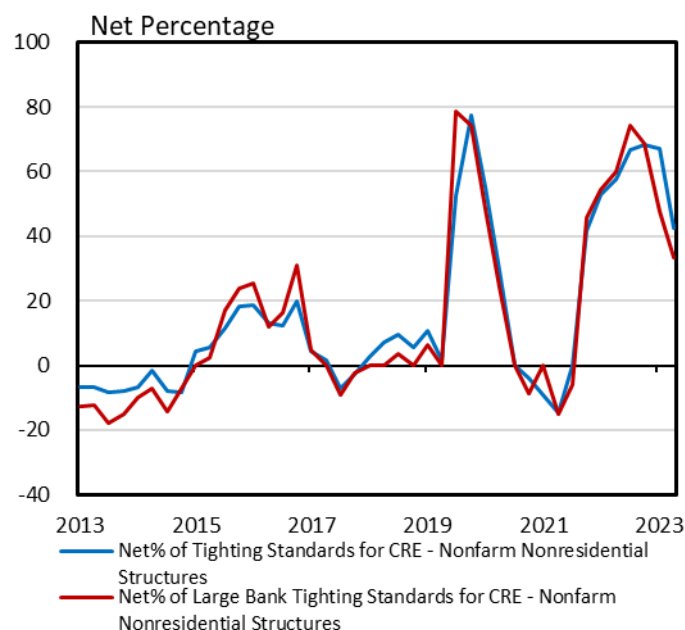
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 17：JOLTS 職位空缺數 & 失業率



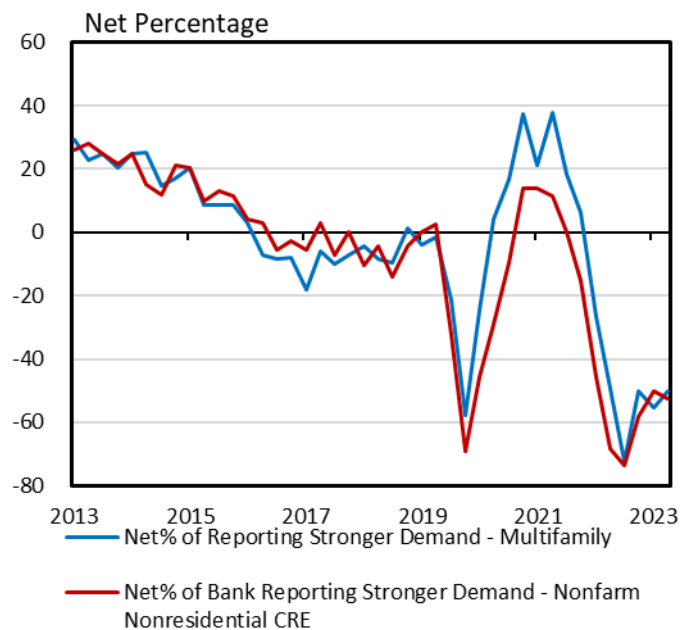
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 18：銀行緊縮商用不動產貸款條件比例



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 19：商用不動產需求增強比例



資料來源：Bloomberg、元大投顧

商用不動產貸款主要由小型銀行承做，且佔比不高

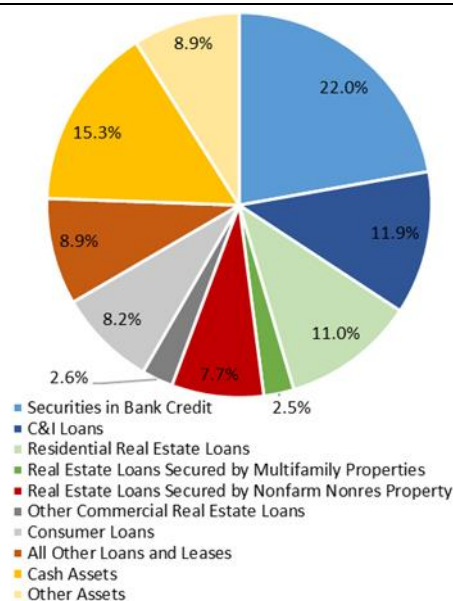
在銀行整體的資產當中，商用不動產貸款約佔 12.6%，占整體的占比並不高，而中 7.7% 屬於非農業非住宅商用不動產貸款；此外若我們對 CMBS (Commercial Mortgage Backed Security 商用不動產抵押證券) 進行更詳細的拆解，可以發現在 CMBS 當中過半數皆為多戶住宅，佔比高達 57%，其次才是此次面臨較大風險的商用辦公室的 11%，因此在風險較大的貸款部分之規模相對是較小的。

同時，我們可以觀察到美國商用不動產貸款主要是由小型銀行所承作，截至 2024 年 2 月為止，小型銀行承作之商用不動產貸款佔總體銀行約為 67%，遠遠高出大型銀行的 29.4%，究其背後的原因可能是因為在 2017、18 年開始，聯準會逐漸展開升息循環，大型銀行在面對利率提升之下，承做商用不動產貸款的意願是降低的，此時小型銀行眼見有利可圖即開始積極地搶佔市場，並且隨著疫情後商辦市場需求發生結構性轉變下，這個趨勢更是越演越烈，也因為多數貸款部位皆是小型銀行承做，並且目前前 20 大曝險於商用不動產貸款的金融機構當中，僅有 East West Bank 以及 M&T Bank 兩者的規模較大，其餘銀行皆屬地區性銀行，也因為這些機構的風險提升，再加上去年矽谷銀行暴雷事件後市場風險意識提升，因此當前市場上主要關注的焦點亦是放在規模較小的地區性銀行之上，自 2023 年初起，地區性銀行 (-24%) 表現不僅無法與大型銀行股 (+17%) 相比，更是大大的落後於其於產業 (+34%)。

不過即便小型銀行大幅的承作商用不動產貸款，但事實上近年來 CMBS 佔地區性銀行的業務佔比最高的時期約 2 成，2023 年佔比更是降至僅 8% 之水準 (商用辦公室的佔比自然更低)，顯示整體影響的規模不致太大。

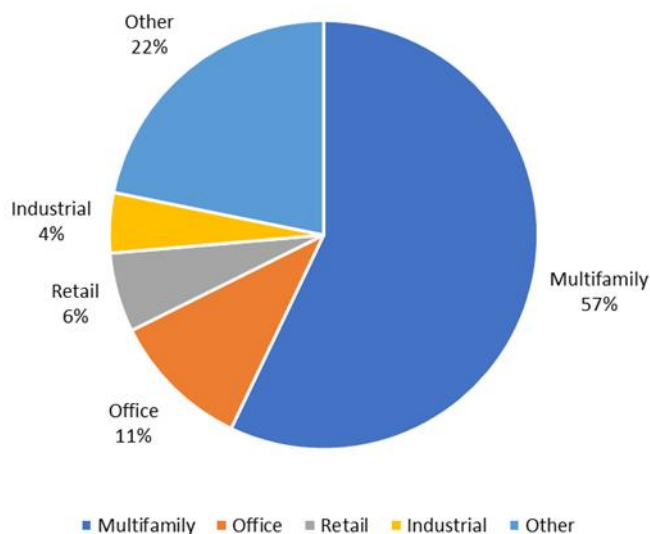
不僅規模較小，我們亦可發現去年底小型銀行商用不動產拖欠率為 0.74%，是遠低於大型銀行的 1.47%，凸顯出小型銀行的貸款品質相對較高；與此同時在銀行最害怕的擠兌問題方面，可以觀察到自去年年中起，小型銀行的存款有出現回流的情形，由 2023 年 4 月的低點起算，目前已回流約 1852 億美元，遠高於大型銀行回流金額 297 億美元，提供小型銀行另一層保障，抗風險能力有所提升^{註 1}。

圖 20：商用不動產貸款佔銀行總資產比



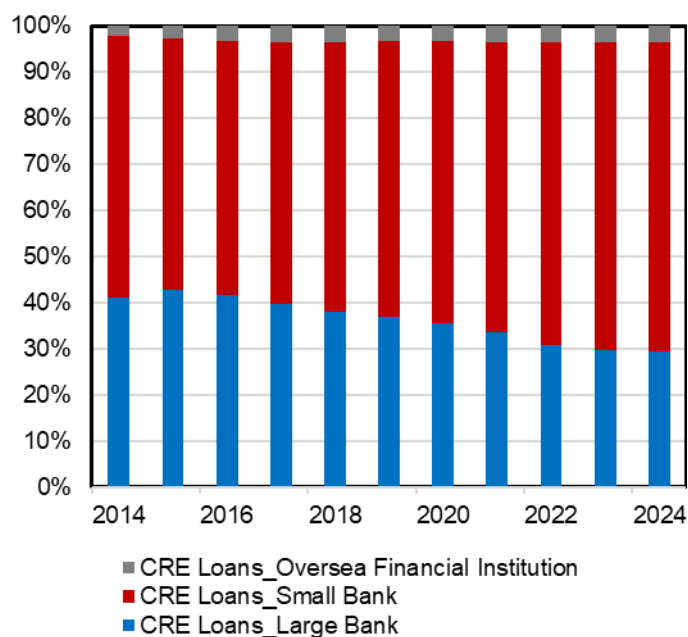
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 21：CMBS 各類資產佔比



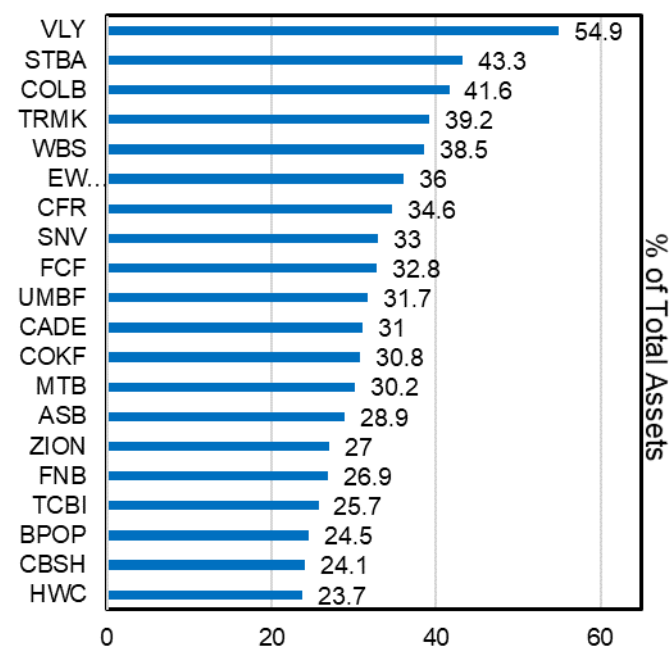
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 22：銀行承作商用不動產貸款比例



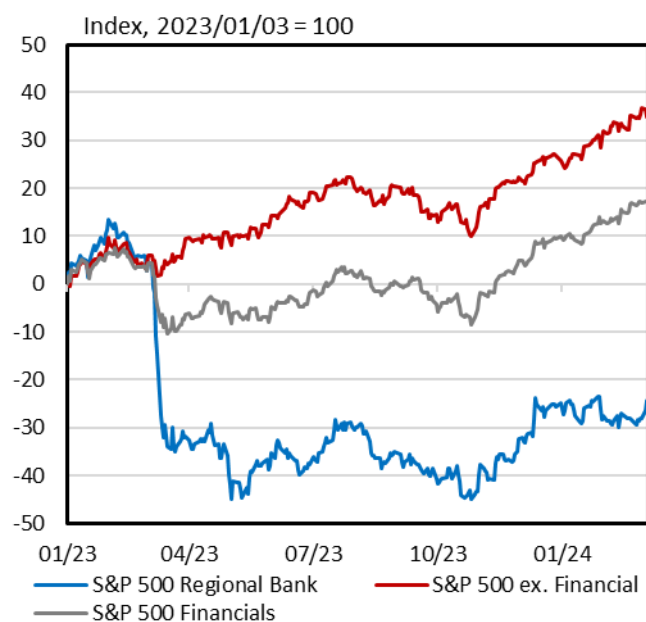
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 23：前 20 大曝險商用不動產金融機構



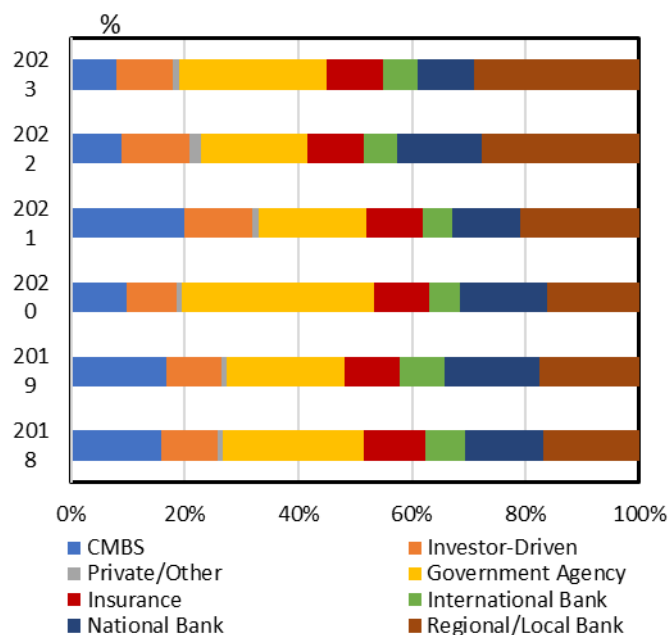
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 24：S&P 500 地區銀行 vs S&P 500 銀行



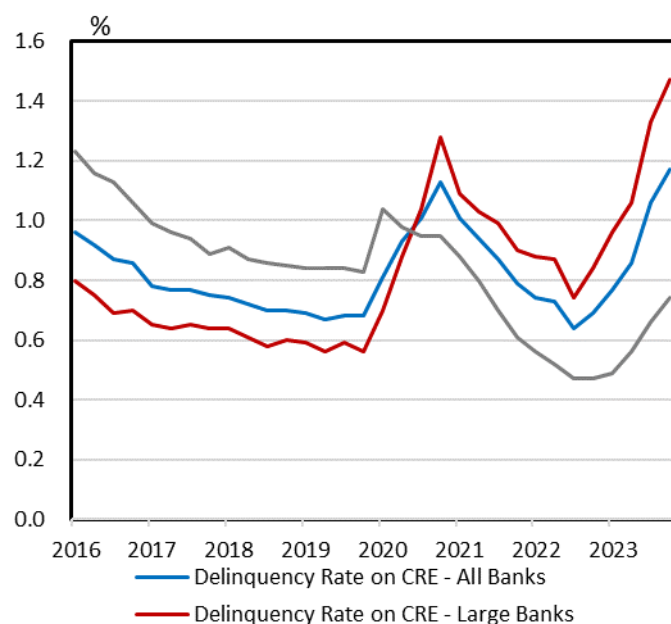
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 25：小型銀行業務佔比



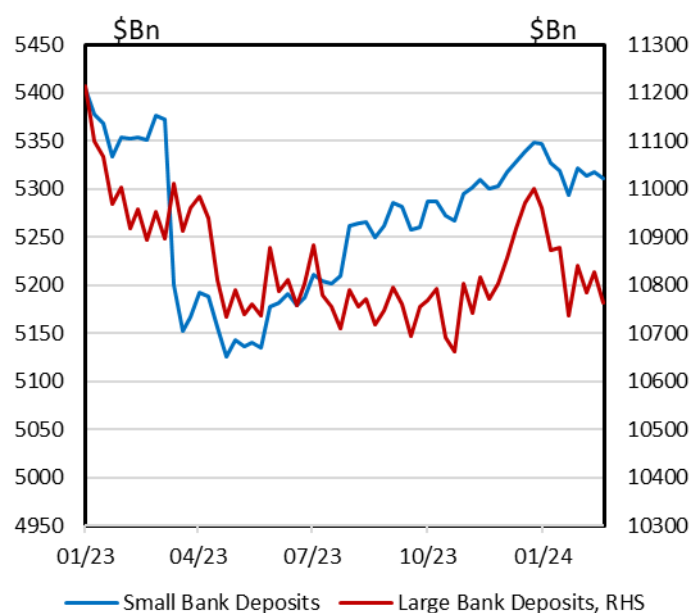
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 26：大、小型商業銀行商用不動產拖欠率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 27：大、小型商業銀行存款



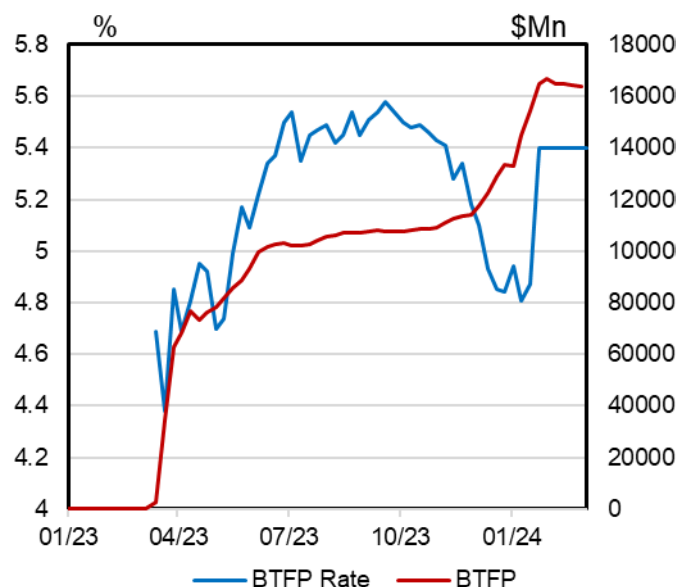
資料來源：Bloomberg、元大投顧

聯準會作為金融體系後援，提供市場安定力量

去年矽谷銀行倒閉事件爆發後，聯準會快速的出台臨時紓困窗口 BTFP (Bank Term Funding Program) 緊急的為金融體系供給流動性，以致 BTFP 的金額不斷攀升，直至 2024 年 2 月隨著 BTFP 利率與聯邦基金利率幾乎靠攏下，BTFP 的金額才出現略為的下降。

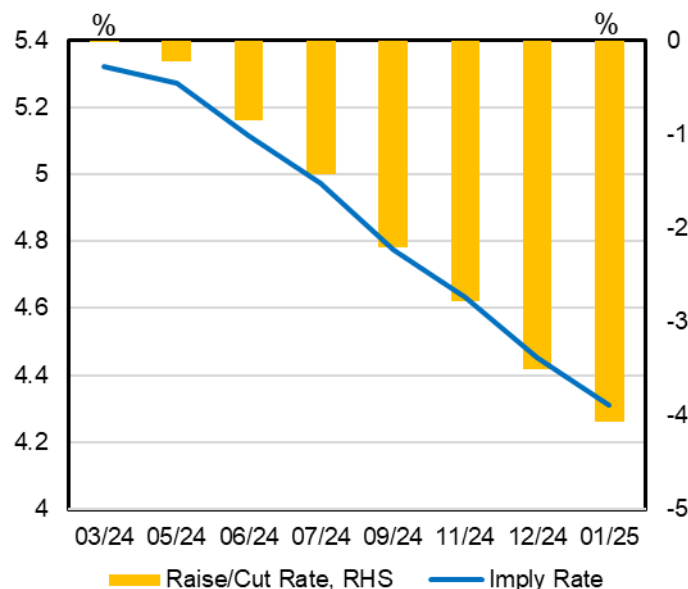
而這個機制的價值一部分是來自於聯準會有了相關的成功經驗以面對金融風險，而另一部分則是這機制相當於是聯準會對於市場的表態，表明了金融市場穩定是其所關心的要項，如果市場發生驟變時，它會適時地介入其中，這個保證即可大大的安定市場及存戶的信心，以此來減緩存戶擠兌風險的發生機率，降低個別風險蔓延成系統性風險的可能性。

圖 28：BTFP 金額 & 利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 29：WIRP 市場利率預測

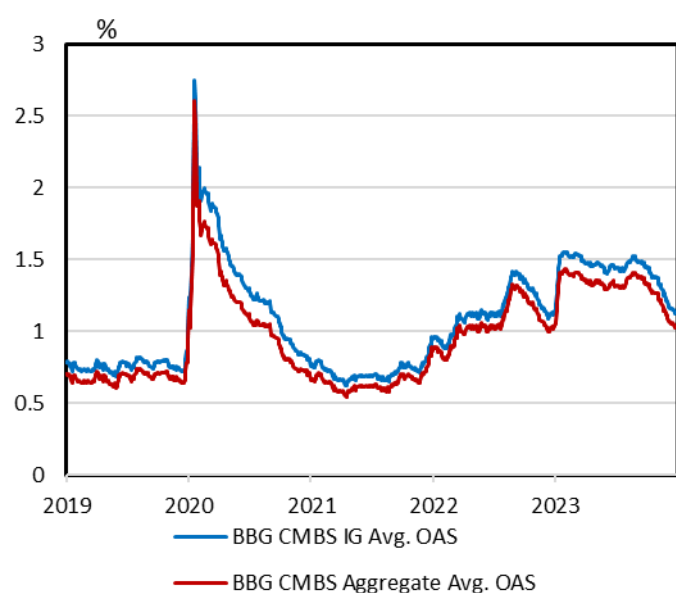


資料來源：Bloomberg、元大投顧

總結而言，商用不動產市場確實面臨價值減損的問題（但工業用途整體問題不大，而公寓則有租屋市場熱絡推升租金的保護，至於零售店的銷售需求熱度同樣上升，因此問題並不嚴重），尤其是商用辦公室確實是出現嚴重的跌價問題，導致銀行面臨抵押品價值減損，需提列更多的損失，同時亦影響債務人的還款能力及再融資能力，對於整體金融體系確實帶來不小的風險，不過透過上述的三項理由可以發現，商用不動產的貸款規模相對不大，加上主要影響的機構皆為小型地區性銀行（更準確的說是部分過度鋪險於 CMBS 的小型銀行），因此即便個別危機引爆，其爆發的威力較低，且波及範圍較窄，因此主要堤防的還是個別風險是否會擴散開來成為系統性風險，這樣的可能性是存在的，但由於聯準會過去成功的經驗替金融體系背書，加上緊急紓困窗口兜底，此舉能提升市場的信心，降低擠兌風險，儘管這無法完全的避免危機爆發，但所幸隨著通膨延續下行趨勢，勞動市場持續降溫，使聯準會有於今年啟動降息循環的空間，降息預期提高，也意味著商用不動產的壓力可望逐步釋放，因此我們認為市場存在個別風險，但蔓延成系統性風險的威脅較低。

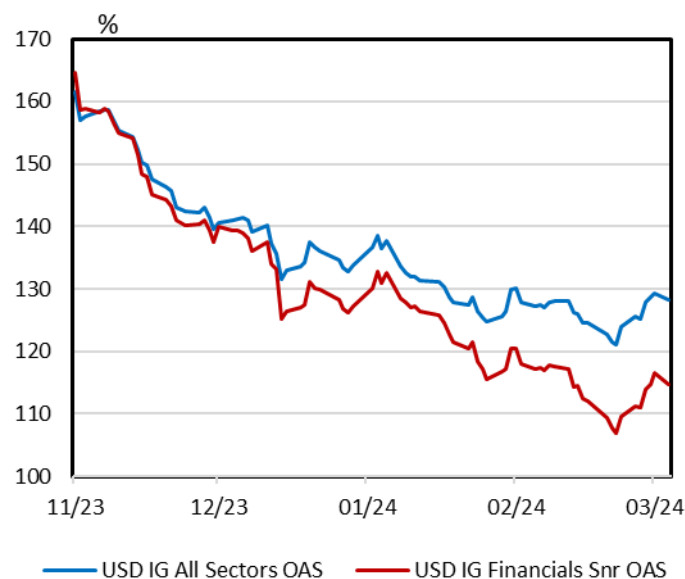
這點也表現在近期的市場反應之上，不論是投資級亦或是整體 CMBS 的 OAS 皆持續下降，分別來降至 1.13% 及 1.03%，已低於 2022 年平均 1.07%、0.99%，同時近期整體金融業之 OAS 相較於全體產業為低，顯示出金融業的風險相對是有所下降。

圖 30：投資等級 CMBS & 全部 CMBS OAS



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 31：整體 IG & 金融業 IG OAS

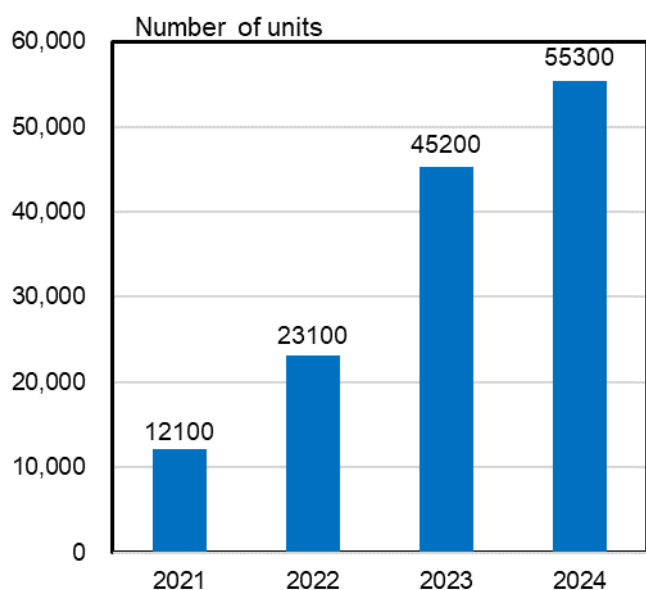


資料來源：Bloomberg、元大投顧

展望未來

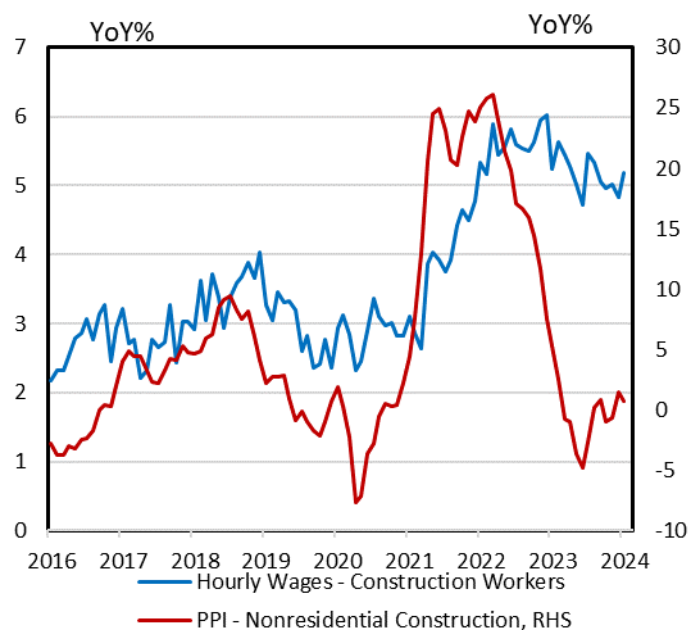
商用不動產的需求下降是工作模式發生結構性轉變所形成的問題，因此即便危機不爆發，但空置的商辦問題依然存在，是以在 2023 年 10 月拜登政府出台了補助計畫 **Commercial to Residential**，希望能幫助空置的商辦轉型成多戶住宅，這項計畫不僅可以解決商辦空置的問題，同時亦可以美國長期成屋供給不足的問題解套，緩解持續高漲的房價，然而其實這趨勢早在計畫出台之前就已開始，根據 **Rentcafe** 的資料顯示，截至 2023 年美國已有 45200 個單元成供油商辦轉化為公寓，而預期在拜登政府的補助方案推出後，可望於今年將此數字一舉推升至突破 55000 大關，再加上目前營建工人薪資成長放緩，並且非住宅營建成本降至低點，在轉型成本下降之下，更是有助於這個一石二鳥的計畫推行，解決美國長期的結構性問題。

圖 32：商辦轉型多戶住宅戶數



資料來源：Rentcafe、元大投顧

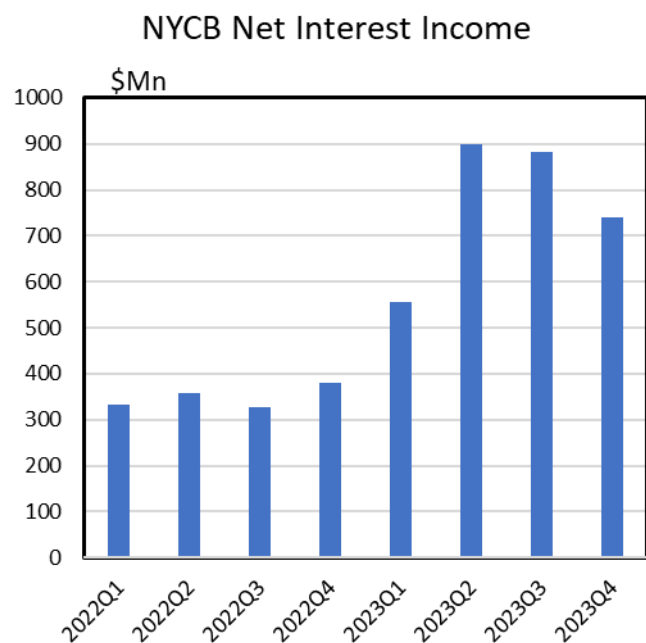
圖 33：營建工人薪資 & 建築原料成本



資料來源：Bloomberg、元大投顧

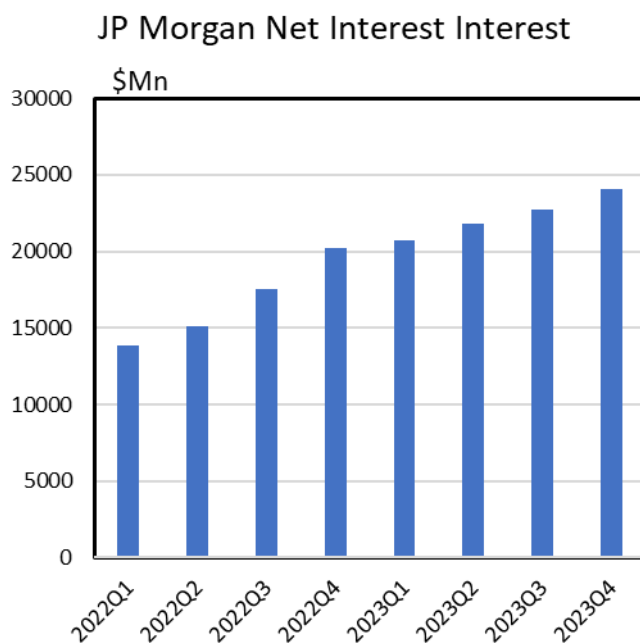
註 1: 小型銀行的存款回升，背後有可能是可能是銀行端提高存款利率以吸收存款，我們將最近最為熱門的紐約社區銀行和 JP Morgan 進行比較，紐約社區銀行去年的淨利息收入從第二季起逐季下降，雖然幅度並不大，但與之相對的 JP Morgan 的淨利息收入卻是逐季上升，因此確實不能排除銀行借提升利率來吸收存款的可能性。

圖 34：紐約社區銀行淨利息收入



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 35：JP Morgan 淨利息收入



資料來源：Bloomberg、元大投顧

股權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%
台灣	臺灣加權股價指數	19,928.51	0.07%	11.14%	0050	元大台灣 50	155.25	0.49%	14.62%
					00631L	元大台灣 50 正 2	188.65	-0.08%	24.77%
					00632R	元大台灣 50 反 1	4.00	0.25%	-10.71%
					0056	元大高股息	39.08	0.23%	4.49%
					00713	元大台灣高息低波	54.25	1.12%	7.64%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	39.21	0.36%	11.52%
					006203	元大 MSCI 台灣	74.15	0.47%	12.01%
					0051	元大中型 100	77.65	-0.83%	5.43%
					0053	元大電子	84.40	0.48%	17.79%
					0055	元大 MSCI 金融	24.88	1.10%	3.15%
中國	滬深 300 指數	3,572.36	-0.70%	4.12%	006201	元大富櫃 50	21.78	-0.77%	8.90%
					0061	元大實滬深	17.04	-0.18%	4.86%
					00637L	元大滬深 300 正 2	13.07	-1.88%	12.67%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.74	0.93%	-5.98%
					006206	元大上證 50	27.95	-1.38%	5.95%
美國	S&P500 指數	5,165.31	-0.19%	8.29%	00739	元大 MSCI A 股	20.72	-0.67%	4.70%
					00646	元大 S&P500	50.75	0.79%	10.93%
					00647L	元大 S&P500 正 2	81.00	1.31%	15.63%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.77	-0.69%	-6.48%
					00861	元大全球未來通訊	38.47	0.47%	10.96%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	5,000.55	0.35%	10.60%	00876	元大全球 5G	38.31	0.79%	14.70%
					00762	元大全球 AI	59.50	0.85%	18.76%
					00771	元大 US 高息特別股	17.34	0.12%	6.64%
日本	日經 225 指數	38,695.97	-0.26%	15.63%	00660	元大歐洲 50	35.74	0.65%	8.14%
債市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌基點	年迄今漲跌基點	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今漲跌%
美國	美國 1 年公債殖利率	5.03	3.5	26.76	00719B	元大美債 1-3	31.00	0.00%	1.34%
					00697B	元大美債 7-10	35.48	-0.28%	0.77%
	美國 2 年公債殖利率	4.63	4.83	38.46	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	33.93	-0.24%	-0.53%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	35.18	-0.28%	0.46%
	美國 5 年公債殖利率	4.20	5.09	35.15	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.78	-0.31%	-2.25%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.60	-0.67%	-2.82%
	美國 10 年公債殖利率	4.19	3.92	31.08	00679B	元大美債 20 年	29.81	-0.70%	-3.37%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.10	-2.15%	-10.17%
	美國 30 年公債殖利率	4.34	2.74	31.16	00681R	元大美債 20 反 1	19.78	0.97%	4.88%
					00720B	元大投資級公司債	35.34	-0.39%	-1.83%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.25	-0.9	-13.9	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.91	-0.34%	-1.19%
					00721B	元大中國債 3-5	45.21	-0.42%	1.60%

近期相關報告

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
02/05	日股週報 - 聚焦大型權值股財報，股市延續緩漲格局
02/19	市場風險監測 - 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
02/19	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
02/19	日股週報 - 財報季結束、指數逼近歷史高位，日股漲勢趨緩
02/23	雙率週報 - 會議記錄稱升息循環結束，但暫無意降息，美元持穩
02/26	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
02/26	總體經濟週報 - 在 Fed 降息 3 碼下，合理的美國 10 年期公債殖利率為 4.29%~4.63%
02/26	日股週報 - 通膨延續降溫格局，有利引導日股維持上行趨勢
03/01	雙率週報 - 美國消費動能無虞，支撐美元強勢
03/04	市場風險監測 - AI 題材帶動美股創新高下，美股攻勢延續；惟美股市場結構依然不佳，投資人仍應保持警覺
03/04	總體經濟週報 - 中美脫鉤下真正的受益者：洗產地還是友岸外包？
03/04	日股週報 - 日銀總裁料重申金融寬鬆格局延續，有利日股延續上行格局
03/08	雙率週報 - 鮑爾釋放鴿派訊息，提振投資人風險偏好
03/11	市場風險監測 - 美股雖創新高，但領漲的權值科技股賣壓湧現衝擊盤面；美股籌碼壓力增大、行情隱憂浮現、攻勢疲態盡顯，投資人應提高警覺
03/11	總體經濟週報 - AI 將如何改變全球經濟與市場風貌
03/11	日股週報 - 聚焦春鬥初步結果、獲利了結需求，短線或小幅回檔

觀點

日期	報告標題
02/20	電價調漲對台灣物價、經濟成長、產業的影響評估
03/08	產業景氣循環數列顯示，台灣製造業與多數次產業景氣雖仍處衰退階段，但逐漸脫離谷底
03/12	日本電動車市場 - 純電動車初步處於落後階段，能否把握轉機點將是關鍵

戰情分析

日期	報告標題
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
02/20	技術性衰退，無礙日股長線多頭趨勢
02/21	調整電價反映成本，心理層面影響大於實質層面
02/22	Nvidia 財報巨幅優於預期，為美股攻勢延續生機
02/23	高評價不等於泡沫— 以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例
02/26	除了價值投資外，巴菲特的投資還重視「順勢而為」
02/27	日股創新高只是多頭的開始，不是結束的序曲
02/29	國人資產配置轉變，以及貨幣供給成長加速，台股長線看好
03/01	延後降息不一定是市場壞消息
03/04	美股資金集中少數個股並非特例，而是世界皆然
03/05	無懼美元高息，新台幣存款水位延續高成長格局
03/06	FED 理事沃勒談調整量化政策，朝政策正常化方向前進
03/07	Powell 聽證會聲明稿排除再次升息穩住美股，但權值科技股修正賣壓仍需消化
03/08	歷史上的泡沫破裂，是經濟疲軟加上資金緊縮雙重擠壓導致
03/11	美國信用債市場在高利率下仍然運作良好
03/12	接軌美國科技榮景，台灣出口表現亮眼
03/13	預期川普回鍋效應？黃金價格區間墊高

國際金融市場焦點

02/21	02/22	02/23	02/26	02/27
02/29	03/01	03/04	03/05	03/06
03/07	03/08	03/11	03/12	03/13

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
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
03/01	美國 1 月 PCE： 在消費與所得保持韌性下，物價緩慢降溫不是壞消息
03/04	美國 2 月 ISM 製造業 PMI： 製造業景氣逐漸築底，但反攻動能恐受抑制
03/11	勞動市場緩慢趨於平衡當中，Fed 年中左右啟動預防性降息機率提高
03/13	美國 2 月 CPI： 通膨居高不下，Fed 將 High for longer

日本

日期	報告標題
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
02/21	日本 1 月份進出口 - 汽車、半導體設備出口強勁，帶動出口連續兩個月改善
02/27	日本 1 月份 CPI： 服務通膨徘徊偏高水平，日銀或於晚些微調貨幣政策
03/01	日本 1 月份工業生產 - 工業生產暫時受汽車生產中斷疲弱，後續料逐步改善
03/07	日本 1 月份勞工薪資 - 留意春鬥薪資談判結果，以確認是否達成薪資及通膨正向循環

歐元區

日期	報告標題
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
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
02/29	台灣 1 月外銷訂單： 新興科技應用，疊加農曆年前備貨效應與低比較基期，外銷訂單年率意外恢復成長
03/01	台灣 2 月主計總處預測： 上修 2024 年 GDP 成長預測至 3.43%，但下修 2023 年 GDP 成長率至 1.31%，物價上漲率預測調升至 1.85%
03/01	台灣 1 月工業生產、零售餐飲： 農曆年節錯月，工業生產年率大幅跳升，零售業營業額成長幾近持平，餐飲業營業額轉為衰退
03/05	台灣 1 月景氣指標： 景氣對策燈號睽違 16 個月亮出象徵景氣穩定的綠燈，領先指標不含趨勢指數加速上揚
03/06	台灣 2 月 PMI、NMI： 製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫
03/07	台灣 2 月 CPI： 農曆春節錯月低基期因素，CPI 上漲率重新高於 3%
03/11	台灣 2 月出口： 人工智慧商機與工作天數較少相抵，出口成長降至個位數

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