

元大戰情分析

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

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

事件

- ◆ 2000 年網路泡沫破裂前，美債殖利率快速攀升至波段高點，且 OECD 領先指標反轉向下，令市場風險上升
- ◆ 1990 年初日股泡沫破裂，此前日債殖利率已明顯攀升，OECD 領先指標亦落後於 5 月反轉向下，正式確認景氣進入雪崩式衰退
- ◆ 當債券殖利率攀升，同時 OECD 領先指標為下行，市場風險將大大的提升

評論

由於在新冠疫情爆發以來，美國政府推出大量的補貼及紓困等積極的財政政策，而聯準會也同步調降聯邦基金利率及進行 QE，向市場釋放大量的流動性，而這些氾濫的游資就流向了各種投資標的及金融資產，以尋求資本增值的機會，而我們知道過多的資金去競逐有限的商品將導致價格上升及通膨，各項金融資產也紛紛出現明顯漲勢，資產泡沫逐漸形成。

對於泡沫堆疊的討論也在近期逐漸地浮現，原因在於 2023 起，AI 科技的創新應用對整個市場投下一枚震撼彈，再搭配上上述的市場資金過剩情況，AI 趨勢吹皺的一池春水出乎眾人意料的掀起驚人的巨浪，不僅是催生出美股 7 大科技巨頭 (Magnificent 7)，更是將 Nvidia 這樣的 AI 晶片設計公司推上了市場的風口浪尖，而股市與大型科技股如此快速的市值擴張引起了投資人對於股市是否形成泡沫，及泡沫是否將破裂的擔憂。(而針對這個問題我們在之前的戰情有相關的討論，請見[高評價不等於泡沫—以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例](#)、[美股資金集中少數個股並非特例，而是世界皆然](#))。

關於泡沫會膨脹到甚麼程度才會破裂的問題，我們難以得知，但我們可以看看歷史上的泡沫破裂當時都發生了甚麼事，首先，我們將目光投注到與這次 AI 浪潮背景相似的網路泡沫時代 (Dotcom Bubble)，在 2000 年 3 月美股指數來到高點後，發生持續性的崩跌，一路下滑至 2003 年才逐漸開始築底回升，並直至 2007 年美股指數才收復失土再次創新高，而在 2000 年泡沫破裂當時，我們可以看到兩件事幾乎同時發生，一是在泡沫破裂前夕美債殖利率大幅的攀升，由 1998 年 10 月的低點 4.2%，一路上揚至 2000 年 1 月的高點 6.8%，才再度開始進入回降趨勢，而這時點正好是網路泡沫破裂前二個月；第二則是 OECD 領先指標反轉向下，美國 OECD 領先指標於 2000 年 1 月達到高峰 101.37，2 月正式反轉向下。因此可以發現一旦發生殖利率大幅走升，再加上 OECD 領先指標反轉向下，則泡沫破裂的機率是大大的增加，這意味著當資金環境轉趨緊俏成本墊高、經濟轉趨疲弱，令市場資金意識到風險正在堆砌而開始抽手後，那麼屆時整體市場的風險將顯著的上升。

【全文未完】

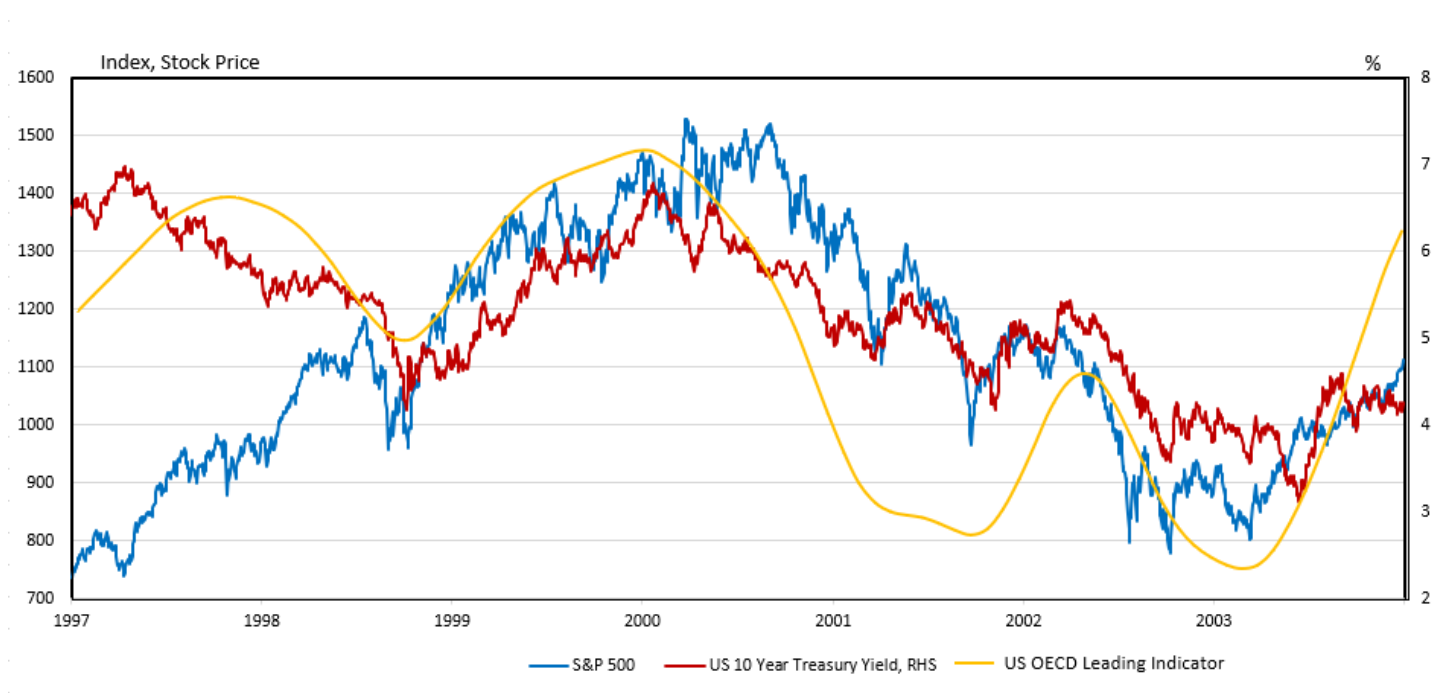
【接續前頁】

接著我們將目光投注到太平洋的另一端，另一個同樣是泡沫破裂的例子是 1980 年代的日本。1980 年代的日本股市同樣經歷了泡沫堆砌的過程，日經指數在 1989 年年底創下高點，之後就一路趨勢向下，並開始經歷「失落的三十年」，直到今年才又再度的占領高地並創新高，而在當時日本也出現日債殖利率飆升的狀況，日本 10 年期公債殖利率於 1988 年 12 月的 4.5% 水準一路上升至 1990 年 2 月來到 7% 之上，而 OECD 領先指標於 1990 年 4 月來到高點 101.94，之後就反轉向下，因此我們可以發現，日股的泡沫破裂，同樣發生了債券殖利率陡升及經濟轉趨疲弱(雖然 OECD 領先指標是日股崩跌後才出現轉折，落後確認景氣下行)。

必須注意的是，這組泡沫破裂條件不適合當做預測性指標使用，反而是更接近於確認泡沫是否確實破裂，並且及時的提供投資人應儘速走向逃生窗口的指示燈，因為由上述兩個例子的資料可以觀察到，股市的泡沫破裂時間點不見得皆是在債券殖利率及 OECD 領先指標皆達到高點之後(日本的例子當中，股價指數提前來到高點)，但即便無法預測泡沫破裂，若當時在觀察到日本債券殖利率快速攀升，且 OECD 領先指標已反轉向下時(1990 年 5 月確認)，即便投資人於此時才收手賣出日股，日股投資人可以將損失控制在 -16.5% (1998 年 12 月日經指數平均為 38130 點，而 1990 年 5 月均價為 31826 點)，不至於一路下探。

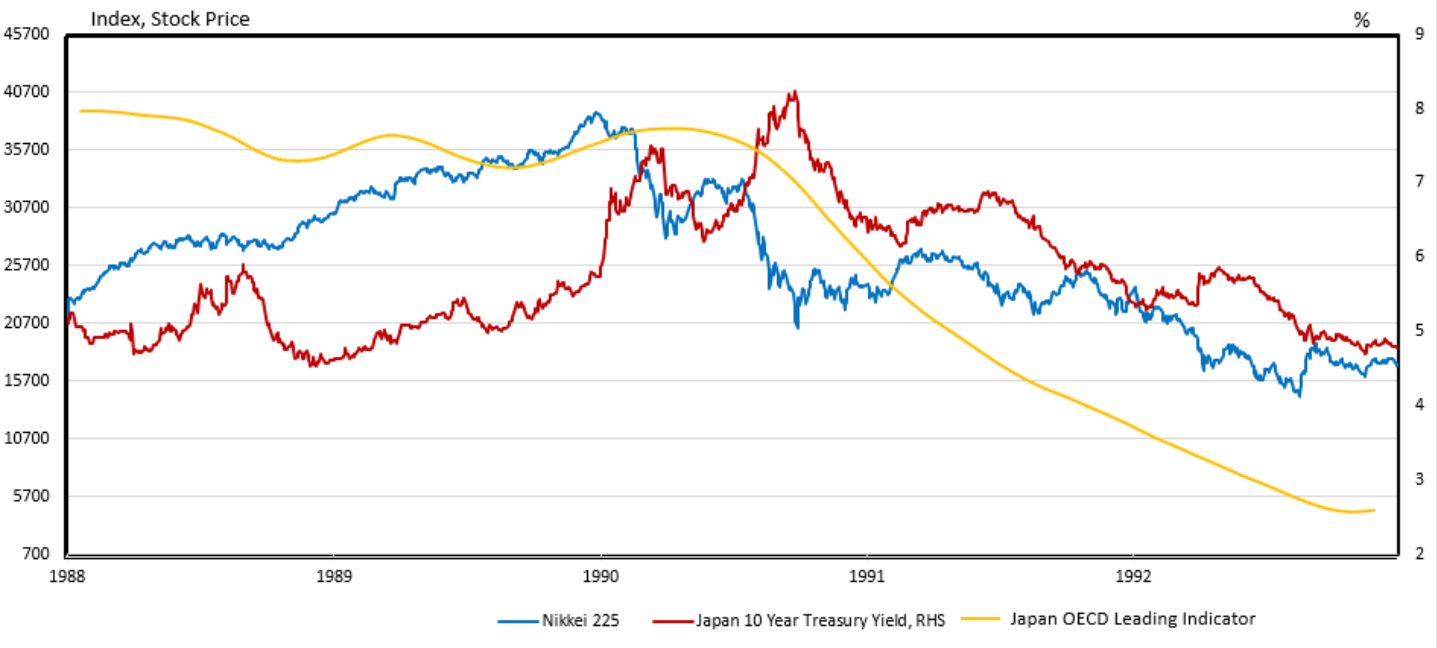
總結來說，債券殖利率快速的攀升，再搭配 OECD 領先指標下行，顯示當下的市場風險大幅的提升，在景氣處於下行趨勢，再加上市場資金出現緊縮跡象，兩者的壓力夾擊下產生了泡沫破裂的情況。而這個現象在近期也同樣也出現，在 2021 年 7 月開始 OECD 領先指標反轉向下，債券殖利率也隨後於 9 月開始由低點上揚，造成市場風險持續增加，美股終於在 2021 年底站上高峰，標普 500 指數來到 4791 點，之後則發生了 2022 年大幅回檔的情況。是以儘管這兩項條件 (1. 債券殖利率攀升、2. OECD 領先指標處於下行階段) 無法預測泡沫何時破裂股市崩跌，卻仍可以做為投資人面對市場劇變時的進退依據。

圖 1：S&P 500 指數 & 美國 10 年期公債殖利率 & 美國 OECD 領先指標



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：Nikkei 225 指數 & 日本 10 年期公債殖利率 & 日本 OECD 領先指標



資料來源：Bloomberg、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2024//

股權									
類別	市場指標	收盤	日漲跌%	年迄今	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今
台灣	臺灣加權股價指數	19,693.52	1.00%	9.83%	0050	元大台灣 50	152.30	2.32%	12.44%
					00631L	元大台灣 50 正 2	184.20	2.28%	21.83%
					00632R	元大台灣 50 反 1	4.04	-1.22%	-9.82%
					0056	元大高股息	38.68	0.39%	3.42%
					00713	元大台灣高息低波	52.90	0.38%	4.96%
	台灣加權電子指數	1,033.87	1.51%	15.48%	00850	元大臺灣 ESG 永續	38.43	1.40%	9.30%
					006203	元大 MSCI 台灣	72.85	1.75%	10.05%
					0051	元大中型 100	78.60	-0.13%	6.72%
					0053	元大電子	83.25	1.40%	16.19%
					0055	元大 MSCI 金融	24.13	0.50%	0.04%
臺灣金融保險類指數	150.08	0.00%	-0.77%	006201	元大富櫃 50	21.81	-0.18%	9.05%	
中國	滬深 300 指數	3,529.72	-0.60%	2.87%	0061	元大實滬深	16.72	-1.01%	2.89%
					00637L	元大滬深 300 正 2	12.63	-1.64%	8.88%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.93	0.51%	-4.15%
					006206	元大上證 50	27.95	-0.85%	5.95%
					00739	元大 MSCI A 股	20.41	-1.07%	3.13%
	S&P500 指數	5,157.36	1.03%	8.12%	00646	元大 S&P500	50.15	0.10%	9.62%
					00647L	元大 S&P500 正 2	78.80	0.32%	12.49%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.85	-0.17%	-5.19%
					00861	元大全球未來通訊	38.87	0.80%	12.11%
					00876	元大全球 5G	38.05	0.13%	13.92%
美國	那斯達克 100 指數	18,297.99	1.56%	8.75%	00762	元大全球 AI	59.10	0.17%	17.96%
	標普美國高息特別股指數	732.82	0.44%	5.36%	00771	元大 US 高息特別股	17.30	0.17%	6.40%
					歐洲 EURO STOXX 50 指數	4,974.22	1.19%	10.01%	00660
日本	日經 225 指數	39,598.71	-1.23%	18.33%	00661	元大日經 225	50.75	-1.17%	18.35%
債市									
類別	市場指標	收盤	日漲跌	年迄今	證券代號	產品名稱	收盤	日漲跌%	年迄今
美國	美國 1 年公債殖利率	4.93	-2.5	16.97	00719B	元大美債 1-3	31.07	-0.13%	1.57%
					00697B	元大美債 7-10	35.62	0.17%	1.16%
	美國 2 年公債殖利率	4.50	-5.22	25.15	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	33.96	0.50%	-0.44%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	35.20	0.51%	0.51%
	美國 5 年公債殖利率	4.07	-4.37	22.6	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.81	0.35%	-2.15%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.70	0.03%	-2.50%
	美國 10 年公債殖利率	4.08	-1.93	20.36	00679B	元大美債 20 年	30.04	0.54%	-2.63%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.29	0.98%	-8.29%
	美國 30 年公債殖利率	4.24	0.27	21.42	00681R	元大美債 20 反 1	19.62	-0.61%	4.03%
					00720B	元大投資級公司債	35.40	0.57%	-1.67%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.19	1.3	-19.3	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.95	0.49%	-1.08%
					00721B	元大中國債 3-5	45.45	-0.02%	2.13%

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
02/26	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
03/04	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

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

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

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			

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

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%

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