

# 元大戰情分析

投資人看好經濟改善加碼歐洲及新興市場，但未押寶景氣擴張；資金轉出權值科技股，美股動能放緩

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

## 事件

- ◆ 淨 12%投資人認為未來一年經濟會減速，但已較上個月大幅增加 13 個百分點，且創下 2022 年 1 月以來最高
- ◆ 11%受訪者認為未來一年經濟會陷入衰退，而 62%的受訪者認為經濟軟著陸、23%的受訪者認為經濟不會著陸。
- ◆ 認為未來 12 個月全球通膨(CPI 年增率)將會下降的投資人較上月減少了 12 個百分點來到淨 57%，是 2022 年 4 月以來投資人最擔心通膨升溫的一次調查

## 評論

3 月 19 日發布的美銀美林基金經理人調查報告有幾個重點：

- 一、投資人對於全球經濟表現及企業獲利成長的觀感全面改善，但通膨隱憂也有所上升：1) 不再擔心經濟陷入衰退；2) 企業獲利有機會加速成長；3) 開始擔心通膨死灰復燃；4) 不再堅信長期利率會繼續下降。
- 二、風險偏好提升，投資人開始布局非美市場，但還不認為現在是押寶景氣行情的時候：1) 超配股權比例上升；2) 超配現金比例下滑；3) 加碼最多的區塊依序為歐元區、新興市場、銀行、健康照護、日本、消費必需品、及整體股權，減碼電信及公用事業等防禦性類股；4) 減碼工業、大宗商品、及材料等與景氣循環穩步擴張時期緊密關聯的區塊；5) 資金流出美國(尤其科技股)等擁擠交易。

我們認為這份報告可以偏多解讀，理由在於隨著投資人將資金轉出美國科技權值股，「科技七雄」的擁擠交易的程度出現下降、資金水位也略有回升，化解了一些美股行情的風險，為未來景氣行情保留一些實力，且由於投資人對經濟前景的看法改善，搭配對長天期美債殖利率將進一步下降的信心減弱及通膨風險上升，債券資產的相對投資吸引力將進一步減弱，都有助市場資金未來重回股市。待景氣進一步邁入穩步擴張期的訊號出現時，股市仍有充足條件再啟攻勢。

## 衰退疑慮不再，投資人重新開始擔心通膨，對長天期債券殖利率將下滑的信念鬆動

從 3 月 19 日發布的美銀美林基金經理人調查報告可看出，投資人對於經濟景氣的看法進一步改善，並反映在投資交易內容的朝偏多方向發展：

1. **投資人不再擔心經濟陷入衰退**：雖然仍有淨 12%投資人認為未來一年經濟會減速，但已較上個月大幅增加 13 個百分點，且創下 2022 年 1 月以來最高；只剩下 11%受訪者認為未來一年經濟會陷入衰退，而 62%的受訪者認為經濟軟著陸、23%的受訪者認為經濟不會著陸。
2. **投資人認為企業獲利有機會加速成長**：有淨 7%的受訪者預期企業獲利會成長，是 2022 年 1 月以來的首度翻正。
3. **投資人開始擔心通膨死灰復燃**：認為未來 12 個月全球通膨(CPI 年增率)將會下降的投資人較上月減少了 12 個百分點來到淨 57%，是 2022 年 4 月以來投資人最擔心通膨升溫的一次調查；同時，認為「高通膨」是最大的尾部風險的投資人上升到 32%(上個月為 27%)，認為地緣政治是最大尾部風險的比例由上個月的 24%進一步下降至 21%。
4. **投資人不再堅信長期利率會繼續下降**：僅 40%投資人預期長天期美債殖利率將進一步下降，遠低於 2023 年 12 月時的高點 62%。

## 衰退疑慮不再，投資人重新開始擔心通膨，對長天期債券殖利率將下滑的信念鬆動

既然投資人對景氣及企業獲利的看法全面改善，對應到投資人的投資組合風險偏好進一步上升；投資進出的內容亦反映投資人已不再看壞經濟，只是也沒有開始押寶景氣行情；而美股(尤其是科技股)評價貴又是擁擠交易，遭投資人減碼。

具體地說，

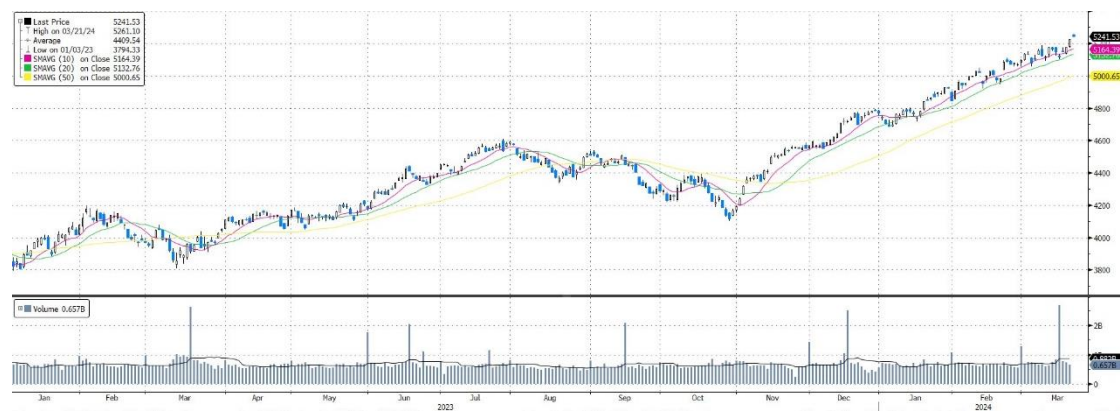
1. **投資人不再保守**：表示自己投資組合承擔的風險高於績效管理基準(Benchmark)的投資人進一步上升；超配股權的投資人上升至淨 28%(2022 年 2 月以來最多)，同時超配現金的投資人由上月的淨 6%進一步降至淨 5%。
2. **因應對經濟看法改善，投資人對應調整布局**：反映對全球景氣看法趨於樂觀，投資人明顯加碼新興市場股票及歐元區股票，對二者的合計配置比例也來到 2023 年 5 月以來最高水位。本月調查報告中，投資人加碼最多的區塊依序為歐元區、新興市場、銀行、健康照護、日本、消費必需品、及整體股權。尤其，上述近一個月加碼最多的前三項(歐元區、新興市場、銀行)在上月的調查報告中尚且仍遭投資人低配(underweight)，至本月調查報告時已成為超配(overweight)。同時，本月遭投資人減碼的區塊包含電信及公用事業，顯示隨著經濟看法改善，投資人減碼最具防禦性的類股。
3. **沒有押寶景氣擴張**：本月調查報告中，投資人減碼工業、大宗商品、及材料等與景氣循環穩步擴張時期緊密關聯的區塊，顯示投資人雖然對經濟前景的看法改善，但顯然不認景氣將會很快進入穩步擴張期(對應我們「景氣六階段」投資配置策略的第三階段，也就是景氣行情的主升段)。
4. **資金流出美國(尤其科技股)等擁擠交易**：月調查報告中，投資人減碼最多的區塊依序為美國、可選消費、及科技，此三者代表美國權值科技股或擁擠交易的「科技七雄」(Tesla 屬可選消費)。由於資金大量流出美國科技權值股，本月調查報告中即便投資人認為經濟前景改善，整體上加碼股票，投資人的現金水位反而從上月的 4.2%上升至 4.4%(這是在投資人微幅加碼債券的情況下)，卻因大幅減碼美股(尤其「科技七雄」)。

## 投資人減碼貴而擁擠的美股權值科技股、現金水位提高，為未來景氣行情保留一些實力

近期美國(S&P 500 指數上升動能明顯放緩)，代表美國科技股的 Nasdaq 指數及七大權值科技股(「科技七雄」或

“Magnificent 7”)更是陷入區間整理格局，每逢高檔皆有賣壓湧現，影響了美股上升動能；機構法人對美股的買盤 3 月起也明顯出現縮手的現象(圖 4 下方的「大戶指標」)。雖然原本領導美股上漲的投資主軸出現失速，不過幸好隨著投資人將資金轉出美國科技權值股，「科技七雄」的擁擠交易的程度出現下降(從上月 61%下降到本月的 58%)、資金水位也略有回升，化解了一些美股行情的風險，為未來景氣行情保留一些實力，且由於投資人對經濟前景的看法改善，搭配對長天期美債殖利率將進一步下降的信心減弱及通膨風險上升，債券資產的相對投資吸引力將進一步減弱，都有助市場資金未來重回股市。待景氣進一步邁入穩步擴張期的訊號出現時(在我們的「景氣六階段」架構中，進入第三階段的訊號是工業金屬價格開始受到實體商品需求拉動而走升，然而近期銅價走升為中國限制生產、鋁價走升與美歐研議禁運俄羅斯鋁有關，皆非需求面因素)，股市仍有充足條件再啟攻勢。

圖 1：S&P 500



資料來源：Bloomberg

圖 2：Nasdaq 指數



資料來源：Bloomberg

圖 3：科技七雄(Magnificent 7)指數



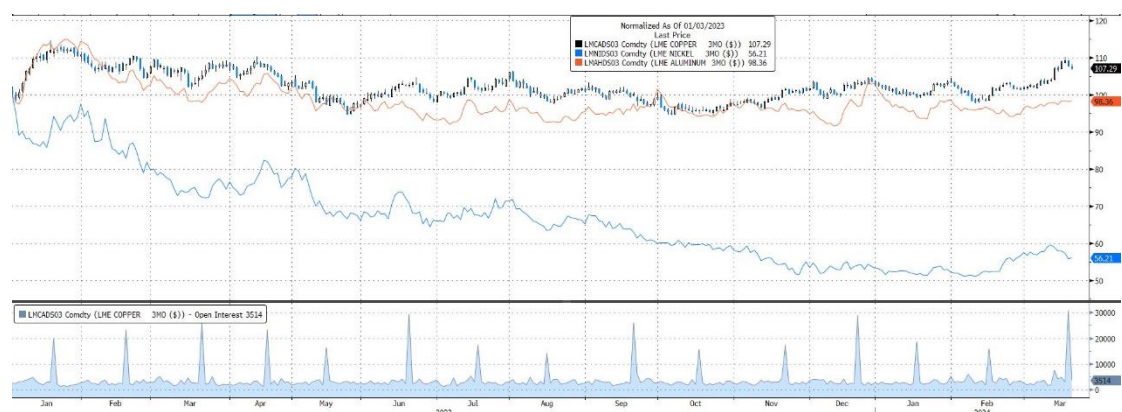
資料來源：Bloomberg

圖 4：大戶與散戶指標



資料來源：Bloomberg

圖 5：基本金屬價格(銅、鋁、鎳，皆 LME 3 個月遠期合約價)



資料來源：Bloomberg



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	20,199.09	2.10%	12.65%	0050	元大台灣 50	157.40	2.74%	16.21%
					00631L	元大台灣 50 正 2	194.10	4.33%	28.37%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.93	-2.24%	-12.28%
					0056	元大高股息	39.93	0.76%	6.76%
					00713	元大台灣高息低波	55.10	1.01%	9.33%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	39.84	2.10%	13.31%
					006203	元大 MSCI 台灣	74.75	2.26%	12.92%
	台灣加權電子指數	1,062.90	2.47%	18.72%	0051	元大中型 100	78.65	1.94%	6.79%
	臺灣金融保險類指數	158.12	1.84%	4.54%	0053	元大電子	85.55	2.52%	19.40%
	富櫃加權指數	285.10	0.39%	10.18%	0055	元大 MSCI 金融	25.26	1.61%	4.73%
中國	滬深 300 指數	3,581.09	-0.12%	4.37%	006201	元大富櫃 50	22.14	0.41%	10.70%
					0061	元大寶滬深	17.11	-0.18%	5.29%
					00637L	元大滬深 300 正 2	13.32	-0.15%	14.83%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.72	-0.10%	-6.18%
					006206	元大上證 50	28.12	-0.11%	6.60%
美國	S&P500 指數	5,241.53	0.32%	9.89%	00739	元大 MSCI A 股	20.97	-0.29%	5.96%
					00646	元大 S&P500	52.00	1.27%	13.66%
					00647L	元大 S&P500 正 2	83.75	2.89%	19.56%
	那斯達克 100 指數	18,320.38	0.44%	8.88%	00648R	元大 S&P500 反 1	5.69	-1.73%	-7.78%
					00861	元大全球未來通訊	38.98	2.47%	12.43%
	標普美國高息特別股指數	738.35	0.45%	6.15%	00876	元大全球 5G	38.51	1.93%	15.30%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	5,052.31	1.04%	11.74%	00762	元大全球 AI	59.45	2.41%	18.66%
					00771	元大 US 高息特別股	17.50	-0.06%	7.63%
日本	日經 225 指數	40,815.66	2.03%	21.97%	00660	元大歐洲 50	36.34	0.97%	9.95%
					00661	元大日經 225	52.30	1.65%	21.97%
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	4.99	1.59	23.13	00719B	元大美債 1-3	31.30	0.00%	2.32%
					00697B	元大美債 7-10	35.31	0.03%	0.28%
	美國 2 年公債殖利率	4.64	3.4	38.64	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	33.92	0.03%	-0.56%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.52	-0.17%	-1.43%
	美國 5 年公債殖利率	4.25	0.88	40.59	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.76	0.06%	-2.31%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.73	0.30%	-2.40%
	美國 10 年公債殖利率	4.27	-0.59	38.78	00679B	元大美債 20 年	29.39	-0.17%	-4.73%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.75	-0.46%	-13.62%
	美國 30 年公債殖利率	4.43	-1.85	40.65	00681R	元大美債 20 反 1	20.25	0.15%	7.37%
					00720B	元大投資級公司債	35.25	-0.20%	-2.08%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.19	-1.9	-19.5	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.26	-0.20%	-3.03%
					00721B	元大中國債 3-5	45.56	-0.22%	2.38%

近期相關報告

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
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>
02/23	雙率週報 - <a href="#">會議記錄稱升息循環結束，但暫無意降息，美元持穩</a>
02/26	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
02/26	總體經濟週報 - <a href="#">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%</a>
02/26	日股週報 - <a href="#">通膨延續降溫格局，有利引導日股維持上行趨勢</a>
03/01	雙率週報 - <a href="#">美國消費動能無虞，支撐美元強勢</a>
03/04	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
03/04	總體經濟週報 - <a href="#">中美脫鉤下真正的受益者：洗產地還是友岸外包？</a>
03/04	日股週報 - <a href="#">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</a>
03/08	雙率週報 - <a href="#">鮑爾釋放鴿派訊息，提振投資人風險偏好</a>
03/11	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
03/11	總體經濟週報 - <a href="#">AI 將如何改變全球經濟與市場風貌</a>
03/11	日股週報 - <a href="#">聚焦春鬥初步結果、獲利了結需求，短線或小幅回檔</a>
03/15	雙率週報 - <a href="#">美通膨漲幅高於預期、收斂後續降息幅度</a>
03/18	市場風險監測 - <a href="#">通膨數據偏高及三巫日令美股再次創高後隨即拉回；本週 FOMC 且 VIX 期貨結算，市場屏息以待，投資人仍應保持警覺</a>
03/18	總體經濟週報 - <a href="#">失衡但仍具有韌性的美國家庭與非金融企業資產負債表</a>
03/18	日股週報 - <a href="#">貨幣政策明朗化，投資人風險偏好回穩</a>
03/20	原物料市場週報 - <a href="#">供不應求使油價有撐；通膨降溫不易提供金價上行燃料</a>

觀點

日期	報告標題
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>
03/08	<a href="#">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</a>
03/12	<a href="#">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</a>

03/14	美國商用不動產風險評析 - <a href="#">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</a>
-------	---

戰情分析

日期	報告標題
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	聰明錢報告： <a href="#">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	高評價不等於泡沫— <a href="#">以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例</a>
02/26	<a href="#">除了價值投資外，巴菲特的投資還重視「順勢而為」</a>
02/27	<a href="#">日股創新高只是多頭的開始，不是結束的序曲</a>
02/29	<a href="#">國人資產配置轉變，以及貨幣供給成長加速，台股長線看好</a>
03/01	<a href="#">延後降息不一定是市場壞消息</a>
03/04	<a href="#">美股資金集中少數個股並非特例，而是世界皆然</a>
03/05	<a href="#">無懼美元高息，新台幣存款水位延續高成長格局</a>
03/06	<a href="#">FED 理事沃勒談調整量化政策，朝政策正常化方向前進</a>
03/07	<a href="#">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</a>
03/08	<a href="#">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</a>
03/11	<a href="#">美國信用債市場在高利率下仍然運作良好</a>
03/12	<a href="#">接軌美國科技榮景，台灣出口表現亮眼</a>
03/13	<a href="#">預期川普回鍋效應？黃金價格區間墊高</a>
03/14	<a href="#">日圓小幅升值對股市衝擊有限，日銀調整政策不致扭轉日股上行格局</a>
03/15	<a href="#">權值科技股的高度擁擠交易，與股市走入瘋狂尚有區別</a>
03/18	<a href="#">K 線出現吞噬線型，但扭轉 Nvidia 的 AI 趨勢言之過早</a>
03/19	<a href="#">通膨是否出現結構性上升，牽動央行利率政策走向</a>
03/20	<a href="#">台灣錢淹腳目的榮景再現</a>
03/21	<a href="#">FOMC 會後政策不確定性降低，有利風險資產</a>

國際金融市場焦點

<a href="#">02/21</a>	<a href="#">02/22</a>	<a href="#">02/23</a>	<a href="#">02/26</a>	<a href="#">02/27</a>
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

<a href="#">02/29</a>	<a href="#">03/01</a>	<a href="#">03/04</a>	<a href="#">03/05</a>	<a href="#">03/06</a>
<a href="#">03/07</a>	<a href="#">03/08</a>	<a href="#">03/11</a>	<a href="#">03/12</a>	<a href="#">03/13</a>
<a href="#">03/14</a>	<a href="#">03/15</a>	<a href="#">03/18</a>	<a href="#">03/19</a>	<a href="#">03/20</a>
<a href="#">03/21</a>				

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 - <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>
03/01	美國 1 月 PCE： <a href="#">在消費與所得保持韌性下，物價緩慢降溫不是壞消息</a>
03/04	美國 2 月 ISM 製造業 PMI： <a href="#">製造業景氣逐漸築底，但反攻動能恐受抑制</a>
03/11	<a href="#">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</a>
03/13	美國 2 月 CPI： <a href="#">通膨居高不下，Fed 將 High for longer</a>
03/15	美國 2 月零售銷售： <a href="#">所得成長趨緩降低支撐力度，消費動能減弱漸顯</a>

日本

日期	報告標題
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>
02/27	日本 1 月份 CPI： <a href="#">服務通膨徘徊偏高水平，日銀或於晚些微調貨幣政策</a>
03/01	日本 1 月份工業生產 - <a href="#">工業生產暫時受汽車生產中斷疲弱，後續料逐步改善</a>
03/07	日本 1 月份勞工薪資 - <a href="#">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</a>
03/20	日本 3 月份央行利率決議 - <a href="#">薪資及通膨逐步達成正向循環，邁入貨幣正常化第一步</a>

歐元區

日期	報告標題
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
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>



02/29	台灣 1 月外銷訂單： <a href="#">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</a>
03/01	台灣 2 月主計總處預測： <a href="#">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%</a>
03/01	台灣 1 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">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</a>
03/05	台灣 1 月景氣指標： <a href="#">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</a>
03/06	台灣 2 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫</a>
03/07	台灣 2 月 CPI： <a href="#">農曆春節錯月低基期因素，CPI 上漲率重新高於 3%</a>
03/11	台灣 2 月出口： <a href="#">人工智慧商機與工作天數較少相抵，出口成長降至個位數</a>
03/21	台灣 2 月外銷訂單： <a href="#">受農曆春節落點不同干擾，外銷訂單年率大幅回落</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