

元大戰情分析

經濟放緩但通膨升溫，Fed 的政策選擇牽動投資人布局循環股的思維

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

事件

- ◆ 升息循環往往搭配通膨升溫，做多原油比買原油類股效果更好。
- ◆ 降息循環往往搭配經濟下行，雖油價漲跌不一定，但經濟下行期相對不利景氣循環類股(如原油類股)。
- ◆ 目前投資人明顯超配景氣循環類股，Fed 政策若有變數(例如再次升息)或堅持降息，投資人須對應思考相關布局。

評論

2023 年 7 月 FOMC 最後一次升息後，Fed 便不再升息，並向市場表達 2024 年將會降息的立場，2024 年 1 月時市場一度預期 2024 年全年 Fed 將降息 7 碼(1.75%)；投資人對經濟的看法也趨向樂觀，不再擔憂衰退，加上美國製造業的庫存去化告一段落(見 [4/12 元大戰情](#))，庫存回補需求浮現，令市場投資人積極布局景氣循環向上，轉進景氣循環股(含能源股)及金融股，減碼債券及科技股(見 [4/19 元大戰情](#))，也帶動原物料價格走升。

然而，2024 年初的美國 CPI 及 PCE 數據顯示通膨回降速度不甚理想，甚至有通膨壓力回升的現象，導致 Fed 官員(包含主席)出面調整貨幣政策立場，甚至如果經濟數據顯示有必要，亦不排除再次升息，帶動美債 10 年期殖利率明顯走升；市場也因此一再推遲及調低對 Fed 初次降息時點及累積降息幅度的預期。

然而，2024 年初的美國 CPI (見 [4/11 經濟數據評析](#)) 及 PCE (見 [4/1 經濟數據評析](#)) 數據顯示通膨回降速度不甚理想，甚至有通膨壓力回升的現象，導致 Fed 官員(包含主席)出面調整貨幣政策立場，甚至如果經濟數據顯示有必要，亦不排除再次升息，帶動美債 10 年期殖利率明顯走升；市場也因此一再推遲及調低對 Fed 初次降息時點及累積降息幅度的預期。

與此同時，近期公布的褐皮書顯示美國經濟成長動能已經開始放緩，與 ISM 服務業 PMI 指數 (見 [4/8 經濟數據評析](#)) 及 S&P Global 美國綜合 PMI 呈現出的經濟放緩方向一致。昨晚公布的美國 1q24 GDP 數據雖然也顯示美國經濟成長動能放緩，卻也顯示通膨壓力仍然居高不下。如此一來，央行利率政策恐將陷入膠著，究竟該積極應對居高難降的通膨，還是要相信經濟持續放緩終能將通膨帶回政策目標而展開降息(但如果通膨因此失控，將可能需要用更緊縮的貨幣政策造成經濟硬著陸來處理通膨)。貨幣政策方向出現變數，對照當前投資人對景氣循環族群的積極佈局構成較大的風險，因此我們試著利用歷史經驗(以原油為例)為投資人演示面對利率正政策的變化有何應當注意調整之處。

【全文未完】

【接續前頁】

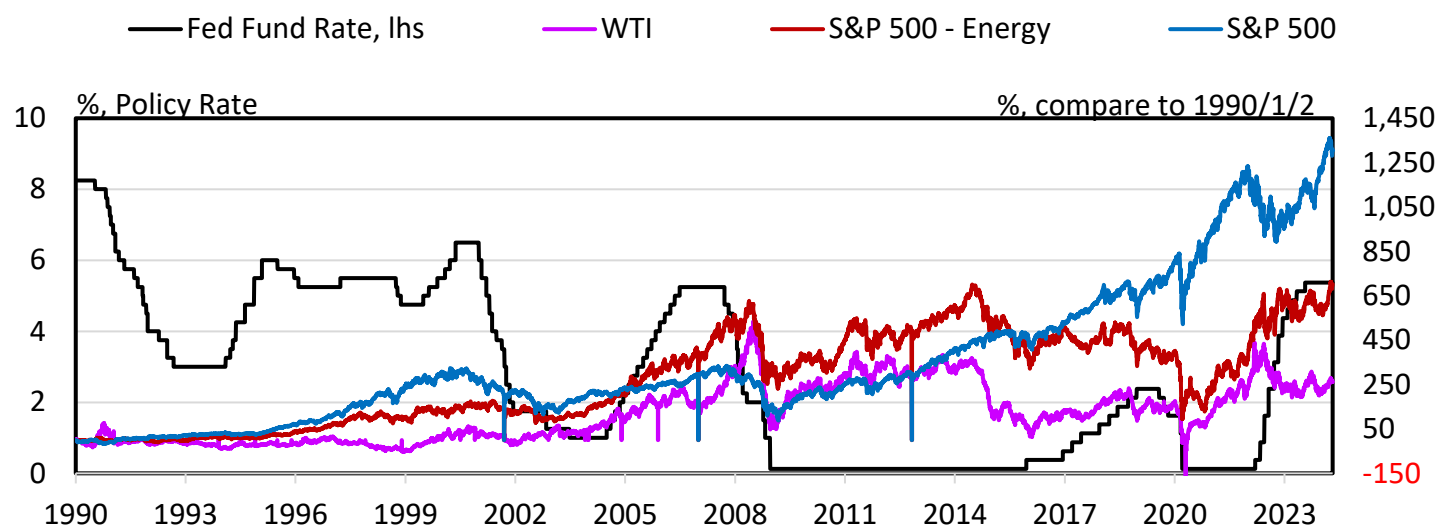
我們先整理資料，以聯邦資金利率目標(或區間中價)的調升(降)生效日的前一天作為起始日期，以每波聯邦資金利率最後一次調升(降)生效日的當天作為迄日，抄錄聯邦資金利率目標、西德州原油近月期貨價格、S&P 500 指數的能源產業子指數值、及 S&P 500 指數值，列於表一，並將各升降息區段的資產價格表現整理於表二(升息段)及表三(降息段)。我們使用 1990 年以後的資料，因為此前的 Fed 乃以貨幣數量作為貨幣政策工具，聯邦資金利率不是貨幣政策主要工具。資料整理如下各表。

從圖一、表一、及表二可以歸納出以下幾個要點：

- (1) 在 1990 年以來的 5 次升息循環中，有 4 次油價是正報酬，且該 4 次升息期間油價的漲幅高於能源類股指數。
- (2) 升息循環但油價為負報酬的那次，乃因升息前夕俄羅斯進攻烏克蘭導致原油出現飆漲，導致計算基期的油價墊高，且 2022 年 3 月底至 2023 年 6 月美國政府穩定出售戰略原油儲備(Strategic Petroleum Reserve)平抑油價，方令期間原油價格出現負報酬
- (3) 在 1990 年以來的 7 次降息循環中，油價及能源類股指數皆是漲跌互見(只是跌幅的大小取決於景氣下行或市場裂解的程度)；不過，7 次降息循環中，有高達 5 次能源類股指數的相對表現遜於大盤(S&P 500)指數。
- (4) 降息循環但能源類股表現優於大盤的 2 次，其中 2002 年的那輪，除了能源類股僅僅比大盤強 0.85%，該輪降息實際上可以視為前一波降息循環的延續(當時是網路泡沫後「無就業復甦」之後的二次衰退)，如果與前波降息循環合併計算，油價、能源股、及大盤都還是下跌，能源類股也沒有強於大盤；
- (5) 另一次是 2007 年起對應到美國次貸風暴及金融海嘯的降息循環，能源類股跌幅比大盤輕，主因 Fed 開始降息因應房市風險後，在當時通膨壓力仍高下，原油出現大波段上漲，算是比較特別的情況。

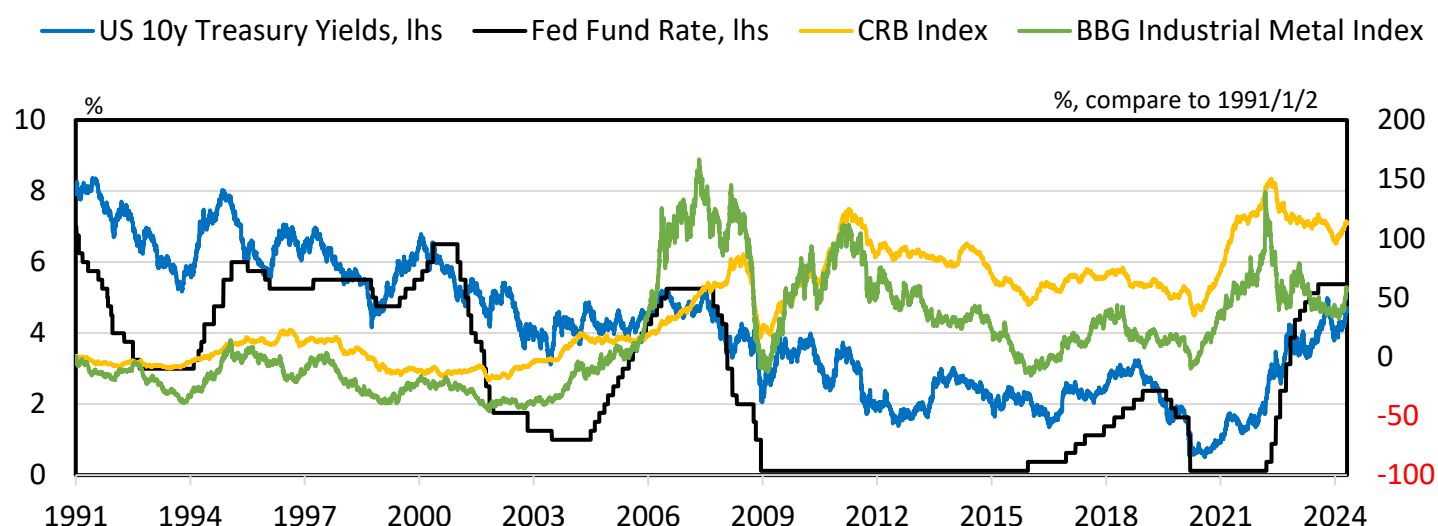
結論：仔細思索，這樣的結果與我們的常識還算符合。理論上，能源企業有經營成本，成為獲利的營運槓桿，油價上漲時企業獲利上升的百分比更多。不過能源類股中不是所有公司的營收都是與油價 1 比 1，其中的大型油商除了原油開採，還會先進行煉製成為塑化原料才出售，多了一段加工毛利，導致營收獲利對油價變動的敏感度降低。而且，升息循環往往代表經濟強勁到通膨升溫，故投資人直接買原油期貨作為通膨避險比買進原油類股更有道理；而降息循環往往代表經濟放緩，能源類股不是防禦類股，景氣走軟期間跌幅比大盤重不難理解。目前，市場投資人大力布局景氣循環將要向上，若 Fed 真的再次升息，投資人可以考慮調整布局，以更好掌握升息循環期間的投資機會。反之，如果 Fed 降息，投資人更需重新考慮布局方式。

圖 1：聯邦基金利率 & WTI & S&P500 能源類股 & S&P500 指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：美債 10 年期利率 & 聯邦基金利率 & CRB 大宗商品指數 & BBG 工業金屬指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 1：1990 年以來升降息循環及資產價格

升降		起訖日	Fed Funds Target mid	西德州(CL1)	能源股指數 (S5ENRS)	S&P 500 (SPX)	附註
降息	Start	1990/07	8.25%	18.46	93.7	365.44	
	End	1992/09	3.00%	21.77	95.69	417.08	
升息	Start	1994/02	3.00%	15.89	105.71	480.71	
	End	1995/02	6.00%	18.52	101.39	470.4	
降息	Start	1995/07	6.00%	17.18	112.58	547.26	
	End	1996/01	5.25%	17.74	125.77	636.02	
升息		1997/03	5.50%	20.99	162.75	789.07	只升一次
降息	Start	1998/09	5.50%	15.64	183.83	1048.69	
	End	1998/11	4.75%	12.45	181.45	1139.32	
升息	Start	1999/06	4.75%	18.44	213.41	1351.45	
	End	2000/05	6.50%	29.73	232.72	1466.04	
降息	Start	2001/01	6.50%	27.21	245.14	1283.27	
	End	2001/12	1.75%	18.08	199.19	1136.76	
降息	Start	2002/11	1.75%	26.14	184.44	915.39	二次衰退
	End	2003/06	1.00%	29.95	198.08	975.32	
升息	Start	2004/06	1.00%	35.66	249.45	1136.2	
	End	2006/06	5.25%	73.52	421.23	1272.87	
降息	Start	2007/09	5.25%	80.57	558.83	1476.65	
	End	2008/12	0.13%	43.6	400.61	913.18	
升息	Start	2015/12	0.13%	37.35	459.45	2043.41	
	End	2018/12	2.38%	47.2	431.5	2506.96	
降息	Start	2019/07	2.38%	58.05	464.95	3013.18	
	End	2020/03	0.13%	28.7	208.41	2386.13	
升息	Start	2022/03	0.13%	96.44	542.77	4262.45	
	End	2023/07	5.38%	78.78	658.83	4566.75	

資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 2：升息期間油價及能源類股

期間		Fed Funds	西德州 CL1	能源股指數		S&P 500
起	迄	累積升降	漲跌	漲跌(A)	相對大盤	漲跌(B)
1994/02	1995/02	3.00%	16.55%	-4.09%	-1.94%	-2.14%
1999/06	2000/05	1.75%	61.23%	9.05%	0.57%	8.48%
2004/06	2006/06	4.25%	106.17%	68.86%	56.83%	12.03%
2015/12	2018/12	2.25%	26.37%	-6.08%	-28.77%	22.69%
2022/03	2023/07	5.25%	-18.31%	21.38%	14.24%	7.14%

資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 3：降息期間油價及能源類股

期間		Fed Funds	西德州 CL1	能源股指數		S&P 500
起	迄	累積升降	漲跌	漲跌	相對大盤	漲跌
1990/07	1992/09	-5.25%	17.93%	2.12%	-12.01%	14.13%
1995/07	1996/01	-0.75%	3.26%	11.72%	-4.50%	16.22%
1998/09	1998/11	-0.75%	-20.40%	-1.29%	-9.94%	8.64%
2001/01	2001/12	-4.75%	-33.55%	-18.74%	-7.33%	-11.42%
2002/11	2003/06	-0.75%	14.58%	7.40%	0.85%	6.55%
2007/09	2008/12	-5.13%	-45.89%	-28.31%	9.85%	-38.16%
2019/07	2020/03	-2.25%	-50.56%	-55.18%	-34.37%	-20.81%

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	19,857.42	-1.36%	10.74%	0050	元大台灣 50	153.50	-1.82%	13.33%
					00631L	元大台灣 50 正 2	185.00	-3.12%	22.35%
					00632R	元大台灣 50 反 1	4.00	1.78%	-10.71%
					0056	元大高股息	37.51	-0.90%	0.29%
					00713	元大台灣高息低波	55.10	-0.18%	9.33%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	38.99	-1.69%	10.89%
					006203	元大 MSCI 台灣	73.00	-1.55%	10.27%
	台灣加權電子指數	1,025.82	-1.80%	14.58%	0051	元大中型 100	77.00	-0.52%	4.55%
	臺灣金融保險類指數	154.74	-1.02%	2.31%	0053	元大電子	83.85	-1.35%	17.03%
	富櫃加權指數	264.62	-1.81%	2.26%	0055	元大 MSCI 金融	24.77	-0.88%	2.69%
中國	滬深 300 指數	3,530.28	0.25%	2.89%	006201	元大富櫃 50	20.70	-1.19%	3.50%
					0061	元大實滬深	17.11	0.18%	5.29%
					00637L	元大滬深 300 正 2	13.72	1.33%	18.28%
					00638R	元大滬深 300 反 1	9.75	-0.41%	-5.89%
					006206	元大上證 50	28.56	0.25%	8.26%
美國	S&P500 指數	5,048.42	-0.46%	5.84%	00739	元大 MSCI A 股	21.02	0.57%	6.22%
					00646	元大 S&P500	51.00	-0.87%	11.48%
					00647L	元大 S&P500 正 2	77.45	-2.21%	10.56%
	那斯達克 100 指數	17,430.50	-0.55%	3.59%	00648R	元大 S&P500 反 1	5.99	1.01%	-2.92%
	標普美國高息特別股指數	705.74	-0.84%	1.46%	00861	元大全球未來通訊	37.81	-0.45%	9.06%
					00876	元大全球 5G	36.52	-0.65%	9.34%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,939.01	-1.02%	9.24%	00762	元大全球 AI	55.90	-3.04%	11.58%
日本	日經 225 指數	37,628.48	-2.16%	12.44%	00771	元大 US 高息特別股	17.51	0.00%	7.69%
00660	元大歐洲 50	35.70	-0.83%	8.02%					
00661	元大日經 225	48.50	-1.80%	13.11%					
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	5.19	3.22	42.68	00719B	元大美債 1-3	31.68	0.16%	3.56%
					00697B	元大美債 7-10	35.32	0.00%	0.31%
	美國 2 年公債殖利率	5.00	7.06	74.76	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	33.52	-0.36%	-1.73%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	33.90	-0.44%	-3.20%
	美國 5 年公債殖利率	4.72	6.25	87.18	00788B	元大 10 年 IG 電能債	30.92	-0.32%	-4.89%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	28.97	-0.34%	-4.89%
	美國 10 年公債殖利率	4.70	6.22	82.48	00679B	元大美債 20 年	28.64	-0.42%	-7.16%
					00680L	元大美債 20 正 2	7.87	-1.50%	-22.31%
	美國 30 年公債殖利率	4.81	4.11	78.41	00681R	元大美債 20 反 1	21.47	0.94%	13.84%
					00720B	元大投資級公司債	34.18	-0.49%	-5.06%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.08	-1.6	-30.8	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	33.56	-0.56%	-5.01%
					00721B	元大中國債 3-5	46.70	-0.04%	4.94%

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
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
03/15	雙率週報 - 美通膨漲幅高於預期、收斂後續降息幅度
03/18	市場風險監測 - 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
03/18	總體經濟週報 - 失衡但仍具有韌性的美國家庭與非金融企業資產負債表
03/18	日股週報 - 貨幣政策明朗化，投資人風險偏好回穩
03/20	原物料市場週報 - 供不應求使油價有撐；通膨降溫不易提供金價上行燃料
03/22	雙率週報 - 鮑爾稱今年稍晚降息、殖利率回跌
03/25	市場風險監測 - FOMC 後美股大漲突破近期整理區間，為攻勢重拾一些動能；惟權值科技股高檔仍有賣壓湧現，投資人仍應保持警覺
03/25	總體經濟週報 - 放慢縮表速度意味著什麼？
03/25	日股週報 - 隨指數再創新高獲利了結需求出籠，日股或小幅拉回
03/27	原物料市場週報 - 多空因素交錯，油、金價短線區間整理；長期兩者皆具上行空間
03/29	雙率週報 - 聯準會官員鷹派談話、美元指數續強
04/01	市場風險監測 - 再平衡交易致美股賣壓湧現，然多方適時拉抬帶領美股再創新高，維持上升慣性。不過空方籌碼明顯上升，投資人仍應保持警覺，居安思危
04/01	總體經濟週報 - 中美脫鉤令兩個世界正逐漸成形中
04/01	日股週報 - 投資人風險偏好收斂，日股短線震盪整理
04/03	原物料市場週報 - 供給受阻及需求復甦支撐油價；高通膨環境有利金價上揚
04/08	雙率週報 - 美就業強勁、降息時點料延後

04/08	市場風險監測 - 美股週四下午失守關鍵位置後引動賣壓，指數正式翻空；籌碼壓力不大、多方仍有抵抗餘力，不宜追空
04/08	總體經濟週報 - AI 決定 2024 年哪些製造業能否踏入高速成長新世界
04/08	日股週報 - 市場風險偏好改善，日股可望止跌回穩
04/10	原物料市場週報 - 供不應求格局提供油價支撐；通膨及央行購買推動金價上行
04/12	雙率週報 - 消費物價漲幅超預期，美元獨強
04/15	市場風險監測 - 美股再次走低，指標出現「無效翻空」訊號，行情短線不致波段重挫，且多方並未棄守，料為震盪整理小幅修正走勢
04/15	總體經濟週報 - 美國經濟獨強的態勢未變，而其餘國家經濟也逐漸趨穩
04/15	日股週報 - 即將進入財報密集公布，投資人轉趨觀望
04/17	原物料市場週報 - 地緣政治緊張情勢加劇，增加原油、黃金價格短期擾動
04/19	雙率週報 - 消費動能無虞、地緣風險升溫，美元續強
04/22	市場風險監測 - 指標二度翻空，美股股市展開修正；地緣政治局勢演變、央行趨鷹、及非 AI 半導體復甦力道及不如預期，帶動美股挫跌及波動放大；籌碼壓力並未減輕、資金動能出現逆轉，股市再失支撐
04/22	總體經濟週報 - 美國金融體系無顯著系統性風險，僅特定領域有失衡現象
04/22	日股週報 - 聚焦企業財報表現，主導本周股市走向關鍵
04/24	原物料市場週報 - 地緣政治風險降溫，原油及黃金價格漲勢暫歇
04/26	雙率週報 - 美 GDP 遜於預期、美元漲勢受阻

觀點

日期	報告標題
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
03/14	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
03/29	外需回暖，今年台灣經濟可望常態成長；電價調漲，今年台灣物價料續破 2%

戰情分析

日期	報告標題
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
03/14	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
03/15	權值科技股的高度擁擠交易，與股市走入瘋狂尚有區別
03/18	K 線出現吞噬線型，但扭轉 Nvidia 的 AI 趨勢言之過早
03/19	通膨是否出現結構性上升，牽動央行利率政策走向
03/20	台灣錢淹腳目的榮景再現
03/21	FOMC 會後政策不確定性降低，有利風險資產
03/22	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
03/25	日銀「碎步」的貨幣政策，加上美國經濟強勁，以致日圓走勢由美元主導
03/26	抑制通膨預期，央行預防性升息半碼
03/27	美財政部減發國庫券，資金排擠效應暫時減退
03/28	股市泡沫若分為「萌芽」、「膨脹」、「破裂」三個階段，目前美股仍處於萌芽階段
03/29	美國耐久財訂單無法反映當前 AI 投資熱潮
04/01	通膨風險溢酬與實質風險溢酬攀升，債券殖利率面臨上揚壓力
04/02	高息環境迫使企業減降債務，信用利差收斂至歷史新低
04/03	日銀短觀顯示日本景氣復甦層面擴大
04/08	美國製造業的真實樣貌，BEA 23Q4 企業獲利顯現的另一種光景
04/09	日圓貶值政策發酵，經常帳盈穩定回升
04/10	美國大選前瞻：就業、股市榮景加持，拜登支持度提升
04/11	通膨升溫雖令美股挫低；然暫無連續重挫之虞，投資人應保持平常心
04/12	製造業庫存回補正在展開，企業獲利可望改善
04/15	美股財報前瞻暨回顧：AI 供應鏈前景看俏，金融板塊喜憂參半
04/16	台灣首季稅收續超徵，景氣復甦政府部門也有感
04/17	通膨降溫路崎嶇，聯準會靜觀其變
04/18	總體經濟仍處上升循環，美股看回不看不空
04/19	聰明錢報告：投資人看好景氣循環向上，但通膨居高風險浮現，「金髮女孩」式行情結束；資金轉出科技股及債市，轉進景氣循環股及金融股
04/22	美股財報前瞻暨回顧：Meta、微軟接棒上陣，大型科技股成止穩關鍵
04/23	美國經濟榮景應援，日銀可望再度升息
04/24	中東局勢雖有紛擾，但不致擴大及惡化
04/25	美股財報深度解析：市場活絡帶旺投資銀行股，需求支撐航空股高飛

03/01	03/04	03/05	03/06	03/07	03/08	03/11	03/12	03/13	03/14
03/15	03/18	03/19	03/20	03/21	03/22	03/25	03/26	03/27	03/28
03/29	04/02	04/03	04/08	04/09	04/10	04/11	04/12	04/15	04/16
04/17	04/18	04/19	04/22	04/23	04/24	04/25	04/26		

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
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
03/15	美國 2 月零售銷售： 所得成長趨緩降低支撐力度，消費動能減弱漸顯
03/22	美國 S&P Global PMI - 製造業景氣持續好轉，推動整體景氣升溫
04/01	美國 2 月 PCE： 通膨延續下降趨勢，所得成長支撐消費
04/02	美國 3 月 ISM 製造業 PMI： 製造業景氣谷底回升，商品通膨蠢蠢欲動
04/08	美國 3 月份就業報告： 就業市場穩健，支撐經濟成長
04/08	3 月份 ISM 服務業 PMI 指數： 服務業溫和擴張，有助於通膨降溫
04/11	美國三月 CPI： 黏性通膨陰魂不散，Fed 今年降息不到三碼
04/17	美國 3 月零售銷售、工業生產皆優於預期，受消費者支出韌性支持
04/24	美國房市： 3 月房屋整體銷售下降，復甦力度持續受高利率拖累

日本

日期	報告標題
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
03/20	日本 3 月份央行利率決議 - 薪資及通膨逐步達成正向循環，邁入貨幣正常化第一步
03/22	日本 2 月份進出口 - 出口擺脫去年低迷水平，給予景氣支撐
03/22	日本 2 月份 CPI： 春鬥加薪可望支撐服務價格增速續偏高，有望穩定達成通膨目標
03/29	日本 2 月份工業生產 - 暫時性負面因素逐步減弱，生產情勢可望逐步改善
04/02	日本 Q1 短觀報告： 製造業、非製造業景氣續處擴張區間，整體經濟持續復甦
04/09	日本 2 月份勞工薪資： 勞工薪資穩健成長，提供日銀後續調整政策理由
04/18	日本 3 月份進出口 - 受惠主要外貿夥伴今年經濟穩健成長，日本出口可望持續好轉
04/22	日本 3 月份 CPI - 通膨續高於日銀目標，提供央行政策調整理由

日期	報告標題
03/22	歐元區 S&P Global PMI - 製造業景氣仍顯疲軟，服務業持續回溫支撐經濟
03/28	3 月份歐元區經濟信心指數： 製造業逐漸築底，服務業續保熱度
04/10	歐元區銀行貸款調查： 貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫，整體金融環境趨穩
04/26	歐元區 4 月 S&P Global PMI： 經濟復甦，通膨壓力仍存

台灣

日期	報告標題
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
03/21	台灣 2 月外銷訂單： 受農曆春節落點不同干擾，外銷訂單年率大幅回落
03/22	台灣央行 3 月理監事會議： 為抑制通膨預期心理，促進物價穩定，央行終止利率連 3 凍，出乎市場預料升息半碼
03/26	台灣 2 月工業生產、零售餐飲： 農曆年節錯月干擾，工業生產年率轉負，零售業營業額成長回彈，餐飲業營業額雙位數擴增
03/28	台灣 2 月景氣指標： 燈號續亮象徵景氣穩定的綠燈，領先指標續揚
04/02	台灣 3 月 PMI、NMI： 製造業持續不景氣，非製造業熱度升溫
04/10	台灣 3 月 CPI： 年節服務漲價效應淡化，水果及蛋類供給回穩，CPI 上漲率回落
04/11	台灣 3 月出口： 人工智慧商機與庫存回補需求加持，出口雙位數成長
04/23	台灣 3 月外銷訂單： 新興科技需求熱絡與終端需求回升，外銷訂單年率恢復小增
04/24	台灣 3 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求，帶動工業生產年率轉正，零售及餐飲業成長雖放緩，但仍符合、高於預期

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