

# 市場風險監測

股市在狹幅整理中穩步爬升、波動度明顯受到壓抑，又 VIX 期貨籌碼仍在高位，軋空行情正在醞釀

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

## ➤ 評論

- 5 月合約結算後，VIX 期貨籌碼仍在高位，本應論股市有波動放大風險；但股市在狹幅整理中穩步爬升、波動度明顯受到壓抑——雖然經濟數據優於預期牽動市場下修對 Fed 降息預期，一度造成週四股市拉回，但盤面內容井然有序，且次日很快便收復跌幅、市場恢復平靜；行情顯然仍由多方掌握，研判軋空行情正在醞釀，投資人應留意此方向的發展。
- 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 較上週小幅上升，為近期的高水位，短線籌碼壓力巨大；VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅下降，為近期偏高水位，中線籌碼壓力巨大。籌碼量相當大，本來股市波動容易放大，然股市波動明顯受到壓制，三巫日前美股或進入軋空行情，投資人須注意此種發展。

一、行情觀點：VIX 期貨籌碼仍在高位，本應論股市有波動放大風險；但股市在狹幅整理中穩步爬升、波動度明顯受到壓抑——雖然經濟數據優於預期一度造成週四股市拉回，但盤面內容井然有序，且次日很快便收復跌幅、市場恢復平靜；研判軋空行情正在醞釀，投資人應留意此方向的發展

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>➤ <b>VIX 期限價差:</b> VIX 期貨近月期限價差(UX2-UX1) 保持在空方判斷點 <b>0.60</b> 之上，行情為多。</p> <p>➤ <b>技術/交易/型態方面：</b>美股高檔狹幅整理，雖一時出現波動，但盤面迅速恢復平靜，盤面顯然由多方掌握。</p> <p>➤ <b>基本面：</b>近期數據顯示美國經濟有放緩現象(零售銷售、工業生產、及商諮會領先指標)；美國庫存去化週期已經結束，庫存回補需求正在浮現(見 <a href="#">4/12 元大戰情</a>)。</p> <p>➤ <b>VIX 期限價差:</b> VIX 期貨近月期限價差(UX2-UX1)於 5/10 站上多方判斷點 <b>0.80</b> 之上，行情翻多，空頭部位應停損。</p> <p>➤ <b>資金面:</b> 繳稅季結束後，銀行儲備逐漸回升，股市資金動能略有恢復。</p>	<p>➤ <b>籌碼面:</b> 從 VIX 期貨 OI 變化來看，短線籌碼壓力較上週小幅上升，為近期的高水位，短線籌碼壓力巨大；VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅下降，為近期的偏高水位，中線籌碼壓力巨大。籌碼量相當大，本來股市波動容易放大，然股市波動明顯受到壓制，三巫日前美股或進入軋空行情，投資人須注意此種發展。</p>

資料來源：元大投顧

上週前半美股繼續狹幅盤整，市場靜待週三的 FOMC 會議紀錄及同日盤後 Nvidia 財報，投資人方向性交易意願不高；FOMC 會議紀錄顯示多個官員願意在必要時進一步收緊貨幣政策，且對於貨幣政策限制程度感到不確定性，消除提早降息的可能，美股拉回；盤後 Nvidia 業績優於預期，再度點燃投資人對於 AI 熱情，盤後美股期貨收斂跌幅，並在週四亞歐交易時間繼續走升；然週四盤前初領失業救濟金及及早盤 S&P Global 美國 PMI 等數據全面優於預期，經濟呈現景氣過熱拉升通膨，令投資人再次下修 Fed 今年降息幅度預期至一碼，帶動美債殖利率彈升、美期開始拉回，而美股現貨開高後漲幅收斂至平盤左右。午後 S&P 500 跌破 5300 點，加上 5/27 美股因陣亡將士紀念日休市形成長週末，引發技術性賣壓出籠，美股加速下跌；週五密大消費者調查顯示一年期及 5-10 年期通膨預期皆低於市場預期，提振市場對聯準會今年降息的信心，股市明顯回升收復全週跌幅，但尾盤由於聯準會官員鷹派談話，股市未再繼續表現，全週基本平盤。

技術/交易/型態方面：美股高檔狹幅整理，雖一時出現波動，但盤面迅速恢復平靜，盤面顯然由多方掌握

籌碼面: 從 VIX 期貨 OI 變化來看，短線籌碼壓力較上週小幅上升，為近期的高水位，短線籌碼壓力巨大；VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅下降，為近期的偏高水位，中線籌碼壓力巨大。籌碼量相當大，本來股市波動容易放大，然股市波動明顯受到壓制，三巫日前美股或進入軋空行情，投資人須注意此種發展

資金方面：繳稅季結束後，銀行儲備逐漸回升，股市資金動能略有恢復。

基本面方面，近期數據顯示美國經濟有放緩現象(零售銷售、工業生產、及商諮會領先指標)；美國庫存去化週期已經結束，庫存回補需求正在浮現(見 [4/12 元大戰情](#))。

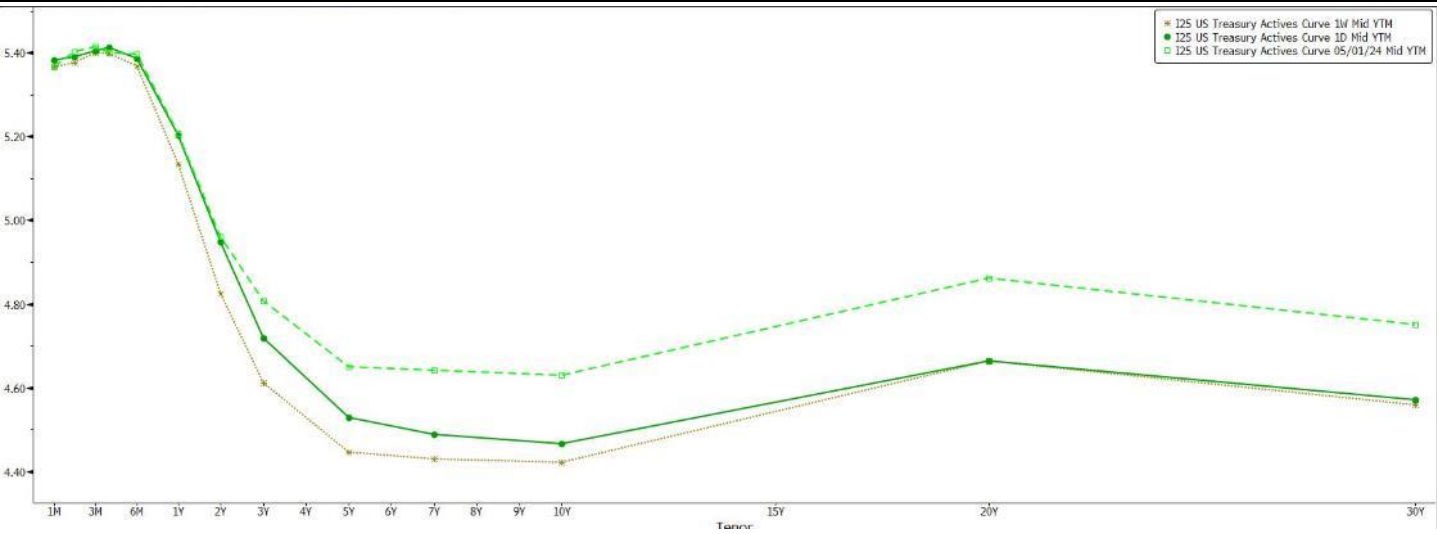
綜合研判，美股高檔盤整，多方掌控盤面，加上巨量 VIX 期貨 OI 籌碼目前已是股市空方輸錢狀態，頗有重演去年同期軋空行情的勢頭；投資人應留意進入 6 月美股三巫日前或有軋空行情的發展。

圖 1A 5/20~5/24 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	06/12/2024	07/31/2024	09/18/2024	11/07/2024	12/18/2024	01/29/2025	隱含利率
2024/5/20	5.318	5.267	5.142	5.064	4.92	4.832	2024/5/20
2024/5/21	5.318	5.267	5.136	5.053	4.9	4.812	2024/5/21
2024/5/22	5.323	5.282	5.155	5.074	4.93	4.843	2024/5/22
2024/5/23	5.327	5.302	5.189	5.119	4.986	4.905	2024/5/23
2024/5/24	5.327	5.302	5.191	5.131	4.994	4.918	2024/5/24
升息/降息數							
升息/降息數	06/12/2024	07/31/2024	09/18/2024	11/07/2024	12/18/2024	01/29/2025	升息/降息數
2024/5/20	-0.05	-0.25	-0.75	-1.063	-1.639	-1.99	2024/5/20
2024/5/21	-0.05	-0.25	-0.777	-1.106	-1.721	-2.07	2024/5/21
2024/5/22	-0.05	-0.21	-0.72	-1.043	-1.619	-1.97	2024/5/22
2024/5/23	0	-0.1	-0.555	-0.834	-1.366	-1.69	2024/5/23
2024/5/24	0	-0.1	-0.545	-0.788	-1.336	-1.64	2024/5/24

資料來源：Bloomberg

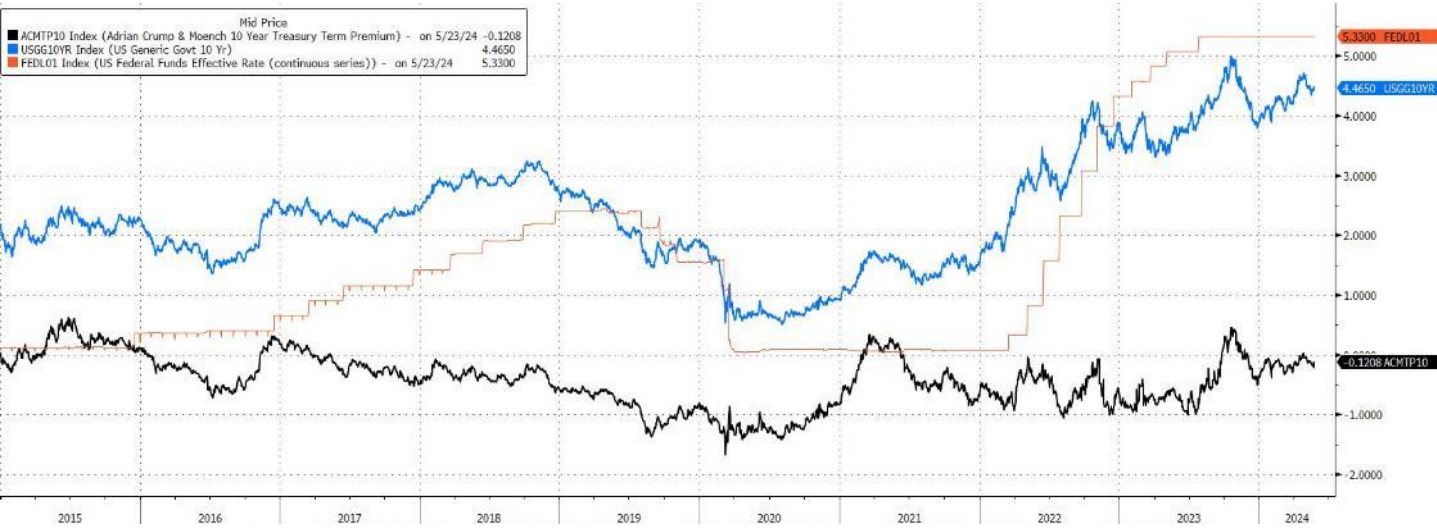
圖 1B：美國殖利率曲線變化



註：粗線為上週五、密集點為前一週午、短虛線為 5/1(5 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

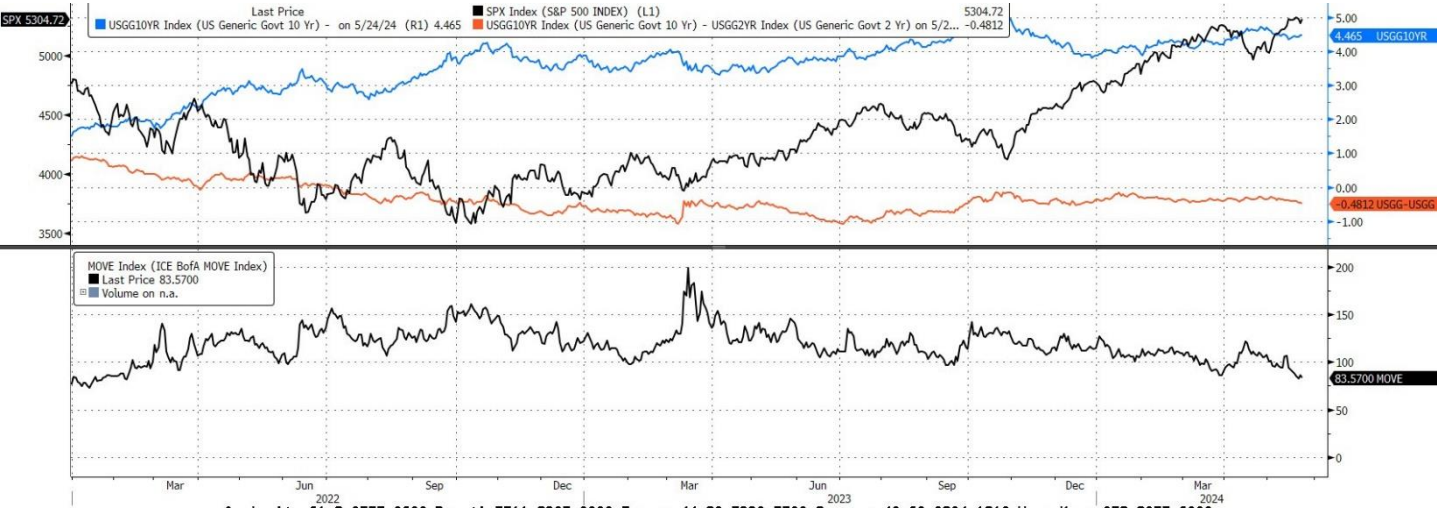
圖 1C：RRP 餘額、銀行準備金餘額、TGA 餘額、美 10 年期公債利率、聯邦資金利率、聯準會資產規模



資料來源：Bloomberg

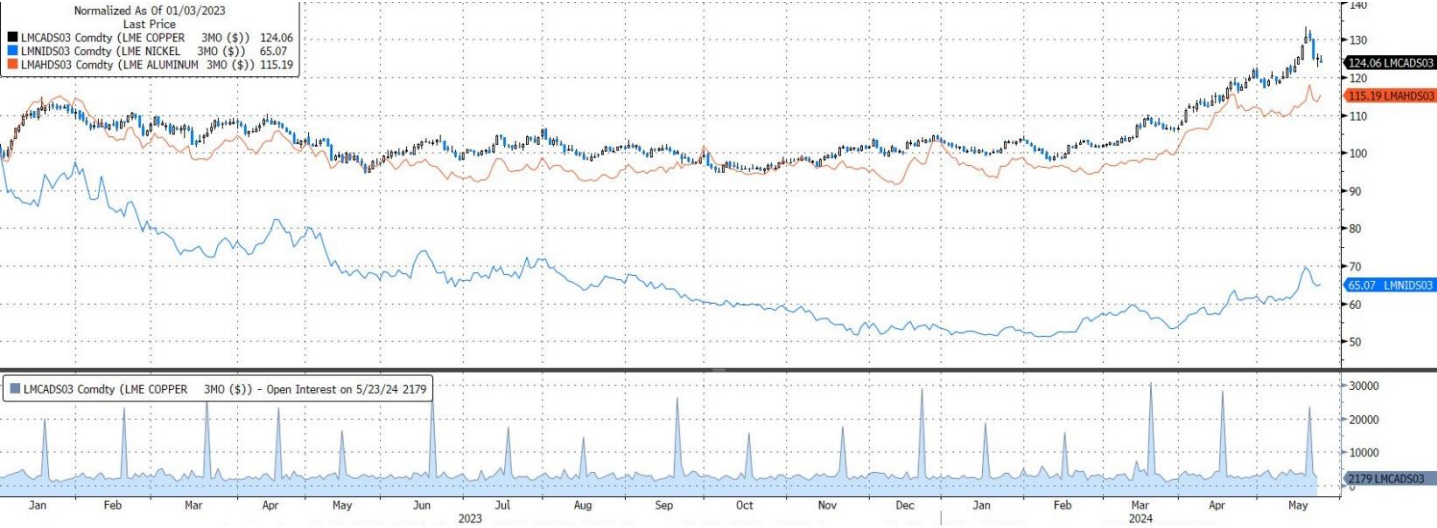


圖 1D：美國 10 年期公債殖利率、10-2 年期利差、MOVE 債券波動率指數



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 LME3 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(GSXURFAVIndex)(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(SMARTIndex)(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

上週美債殖利率主要受 PMI 數據強勁加上聯準會官員鷹派言論牽動，美債殖利率全週小幅走升：(週一) 克里夫蘭 Fed 總裁 Mester、亞特蘭大 Fed 總裁 Bostic 鷹派談話以及其他 Fed 官員暗示不該這麼快降息，美債殖利率小幅走高；(週二) 聯準會理事 Waller 表示，需要至少三個月的通膨數據才能讓 Fed 在年底或明年初降息；亞特蘭大 Fed 總裁 Bostic 表示，目前的政策仍具有限制性、通膨將緩慢下降，Fed 或許可以在第四季開始降息。兩官員釋放不會再升息的訊息，且年底前 Fed 仍有預防性降息的空間，令債券殖利率走低。但關於中性利率可能已經上升的討論，將隱含美國將長期維持高利率，殖利率降幅收窄，僅小幅下滑；(週三)5 月份 FOMC 會議紀錄顯示「許多(many)」官員不確定貨幣政策是否足夠緊縮、「一些(some)」官員認為中性利率已悄悄上移、「多個(various)」官員認為若有必要不排除升息可能，顯示 Fed 將維持高利率更長時間以觀察貨幣政策的緊縮效果，2 年期債券殖利率上升 4 個基點帶動長天期債券殖利率走揚，殖利率曲線呈現陡峭化；(週四) 初次請領失業金人數下滑、S&P Global PMI 指數與價格指數回升，強韌的勞動與經濟數據呼應前日 FOMC 會議記錄顯示聯準會不確定利率政策是否足夠緊縮，市場首次降息時點預期受到推遲，且預期降息碼數縮減，各天期美債殖利率均走升，不過受到 Fed 利率政策路徑影響比較大的短端利率上升較大，殖利率曲線較前日平坦；(週五) 密大消費者調查顯示 1 年期通膨預期降溫，美債殖利率下滑，但聯準會理事 Waller 表示，儘管中性利率相對較低，但不可持續的財政支出可能會改變這一趨勢，使美債殖利率僅小幅下降。

從評價(期限溢酬，Term Premium)角度觀察近期美債殖利率走勢，5/23 美國十年期公債殖利率 4.4767% 對應 Term Premium -0.1208%，顯示理論評價中性美債十年期殖利率約為 4.5975%，相比一週前(5/16)的 4.5192% 回升。

從評價角度，目前美債 Term Premium 回落負值；從投資配置價值而言，目前美債十年期實質殖利率 2.1432% 與未來三年 Fed 預測美國經濟成長率相當，且略高於美國長期潛在經濟成長率；近期 Term Premium 已為負值，而實質利率約當於經濟成長率，整體而言評價尚且在合理範圍。故，此時的美債，僅適合需要平衡股市波動或有其他資產配置考量較殷切的投資人、布局經濟及通膨將能順利降溫的投資人、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而言則須謹慎布局。

此時不建議投資人拉長存續期間(尤其是信用債部分，因美元債信用利差保持在歷史下緣；尤其是投資等級債利差原本就已相當窄)。

➤ S&P500、美元指數

上週驅動美元指數走勢與美債殖利率走勢的因素大致相仿，導致兩者走勢基本同步，同樣受到聯準會官員鷹派談話，以及經濟數據強韌的支撐，使美元走強，惟週五因德國第一季 GDP 成長 0.2%，加上前日公布薪資持續上漲，推動歐元走強而美元走弱，此後美國公布 5 月份密大消費者調查終值，1 年期通膨預期下滑，帶動美元指數進一步走低，但全週仍小幅上揚。

➤ S&P500、黃金

金價上周與美元及美債殖利率走勢基本相反，儘管周一因為伊朗總統萊希發生直升機墜毀的事件，再加上一艘開往中國的油輪在紅海被胡塞武裝飛彈擊中後，中東地緣政治風險升溫，黃金早盤一度明顯上漲，並於周一創下新高，但後續持續受到聯準會官員接連放鷹，以及美國經濟數據持續保持強韌，帶動美元及美債殖利率雙雙走揚，而利率是持有黃金的主要機會成本，因此利率走升導致黃金出現獲利了結賣壓，金價全週明顯下滑。

➤ S&P500、日圓

上週日圓兌美元匯價走勢受到美元牽動為主；聯準會官員鷹派談話，以及 FOMC 會議紀錄顯示鷹派態度，加上美國經濟數據維持強韌，帶動美元走高，使日圓持續承壓，惟週五因美元走貶，但日本 4 月份核心 CPI 增幅較前月下滑，使得日圓同步的趨貶，導致走勢相對持平，全週仍明顯走高。

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



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&P500e-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&P500e-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

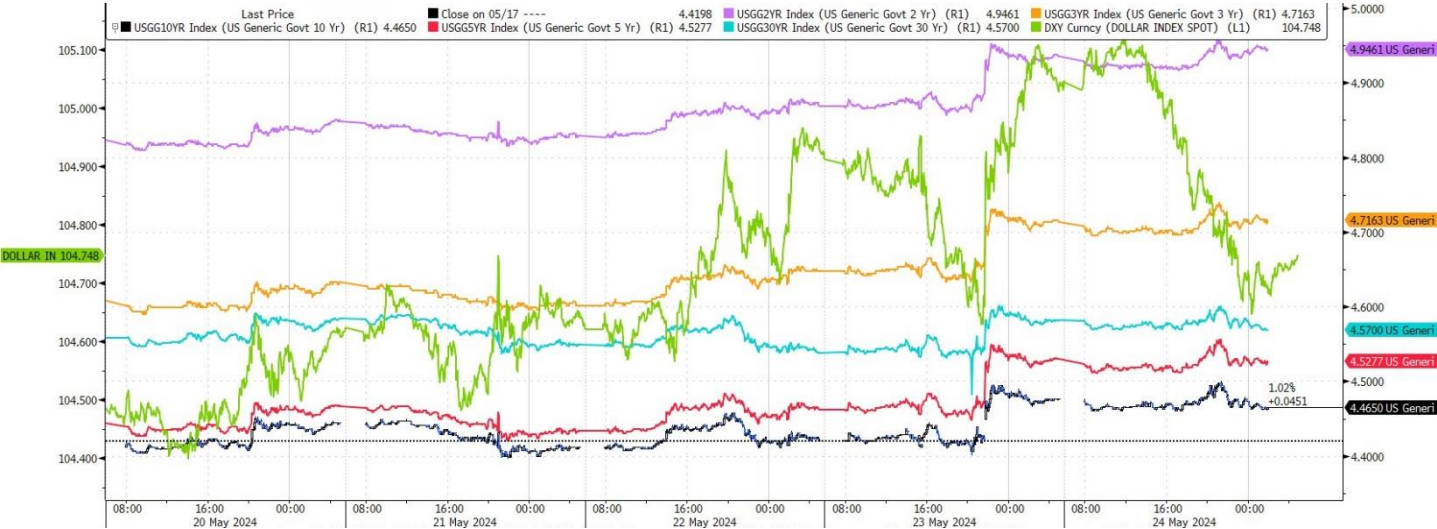


圖 2D：S&P500、通膨預期、及西德州原油 WTI 的日內走勢(5 日)



黑:S&P500 指數期貨活躍月份(S&P500e-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)



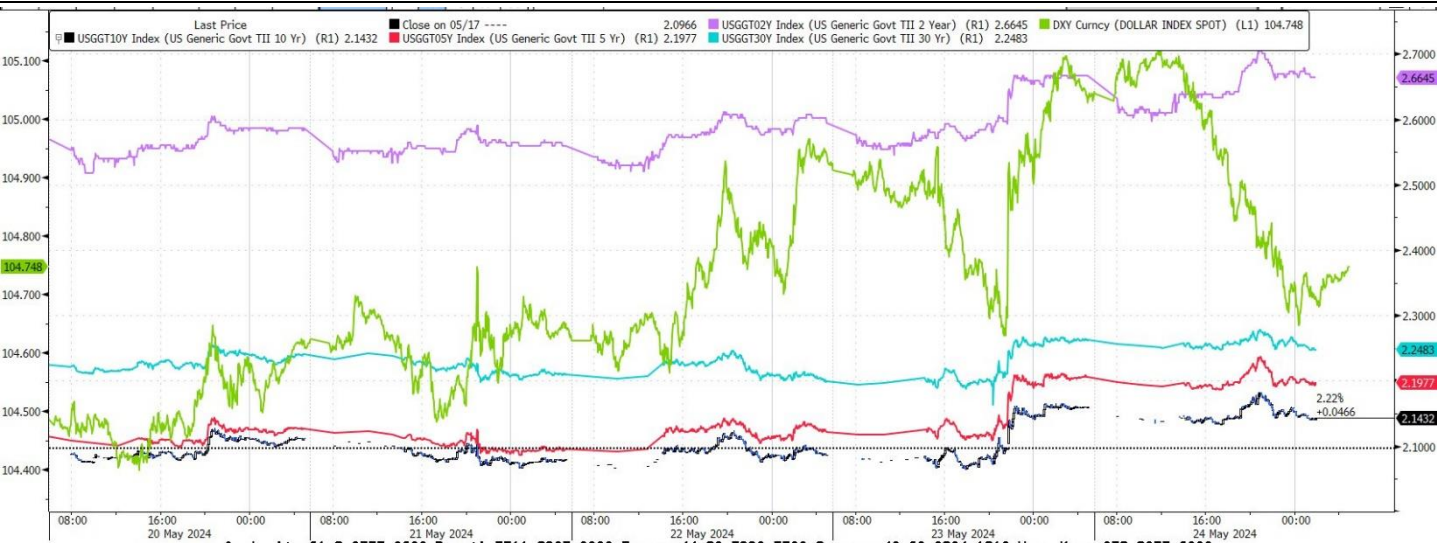
綠:美元指數(DXYCurrency), K 線:美國 10 年期公債殖利率(USGG10YR)(右軸), 紫:美國 2 年期公債殖利率(USGG2YR)(右軸), 橘:美國 3 年期公債殖利率(USGG3YR)(右軸), 紅:美國 5 年期公債殖利率(USGG5YR)(右軸), 藍:美國 30 年期公債殖利率(USGG30YR)(右軸)  
資料來源：Bloomberg

圖 2F：美債殖利率曲線、S&P500



K 線:S&P500 指數期貨活躍月份(S&P500e-mini,ES),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(DXYCurncy),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；5 月合約結算後，合計 VIX 期貨近月及次近月合約(UX1+UX2)未平倉量(OI)較上週小幅上升，為近期的高水位，短線籌碼壓力巨大；VIX 期貨全序列 OI 較上週大幅下降，為近期的偏高水位，中線籌碼壓力巨大。籌碼量相當大，本來股市波動容易放大，然股市波動明顯受到壓制，三巫日前美股或進入軋空行情，投資人須注意此種發展。

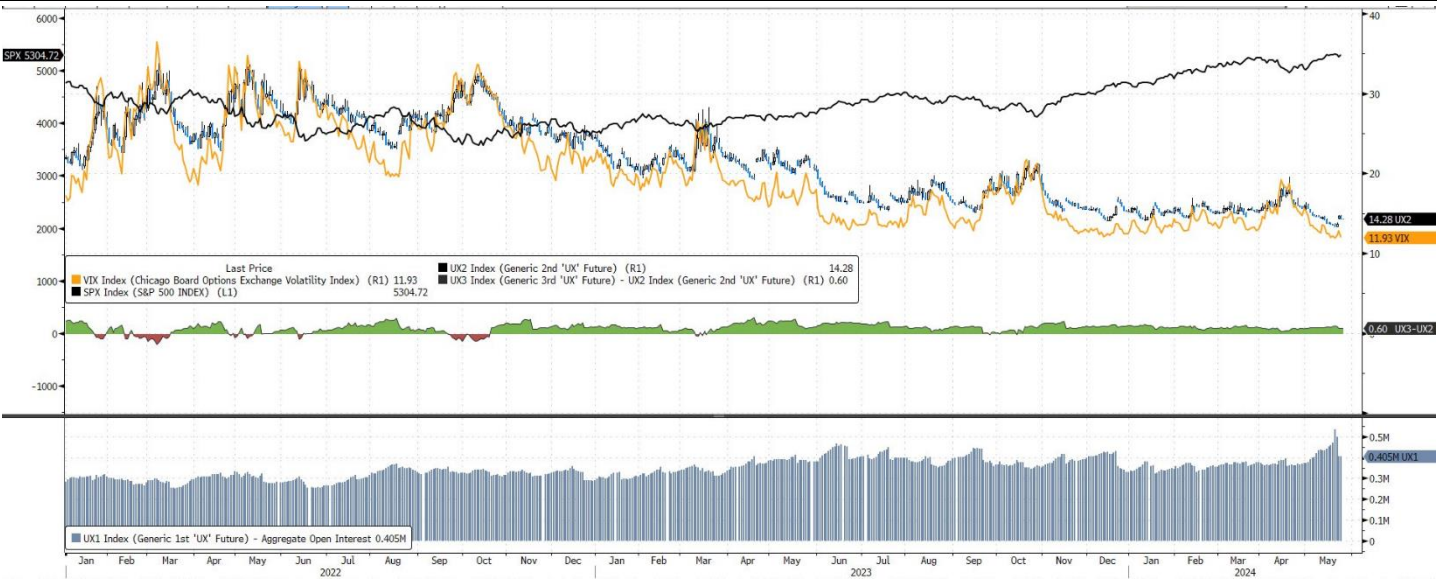


圖 3A：S&P500 與 VIX 期貨（近月）序列的關係



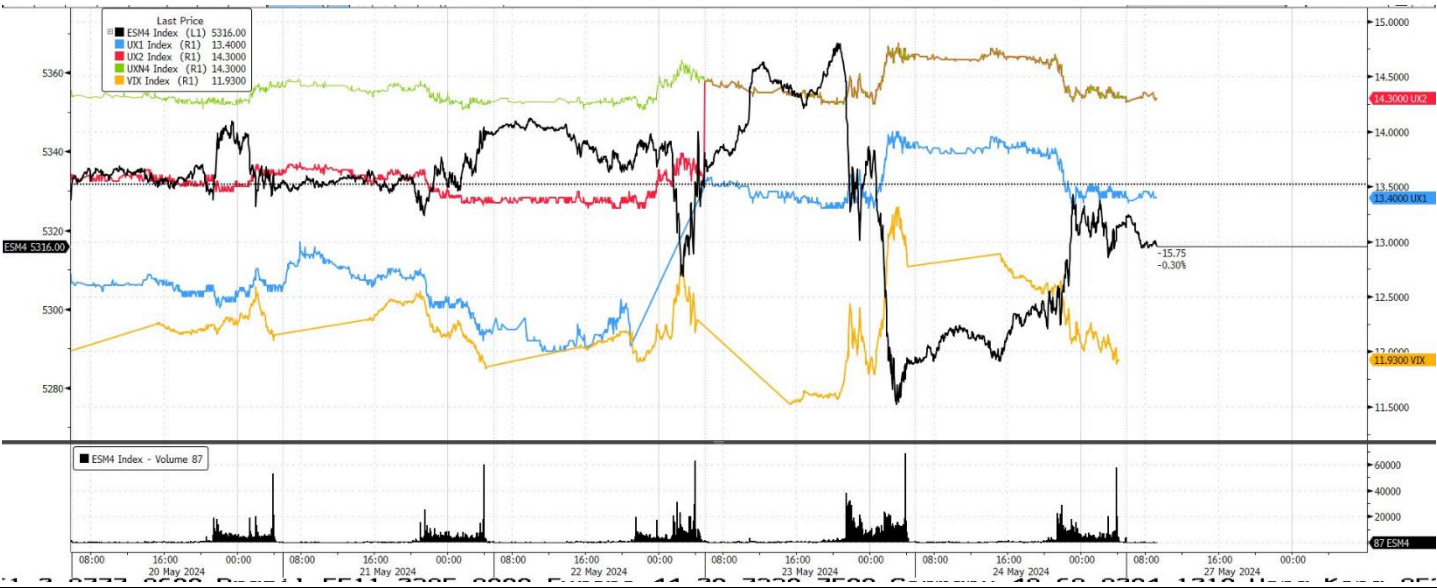
黑:S&P500 指數(SPX),K 線:VIX 期貨(UX)連續近月(UX1),橘:VIX 指數  
綠/紅區域:UX 連續次近月-UX 連續近月(UX2-UX1)  
下方柱狀圖:UX 近月+UX 次近月的未平倉量(OpenInterest)  
資料來源：Bloomberg、元大投顧

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(OpenInterest)  
資料來源：Bloomberg、元大投顧

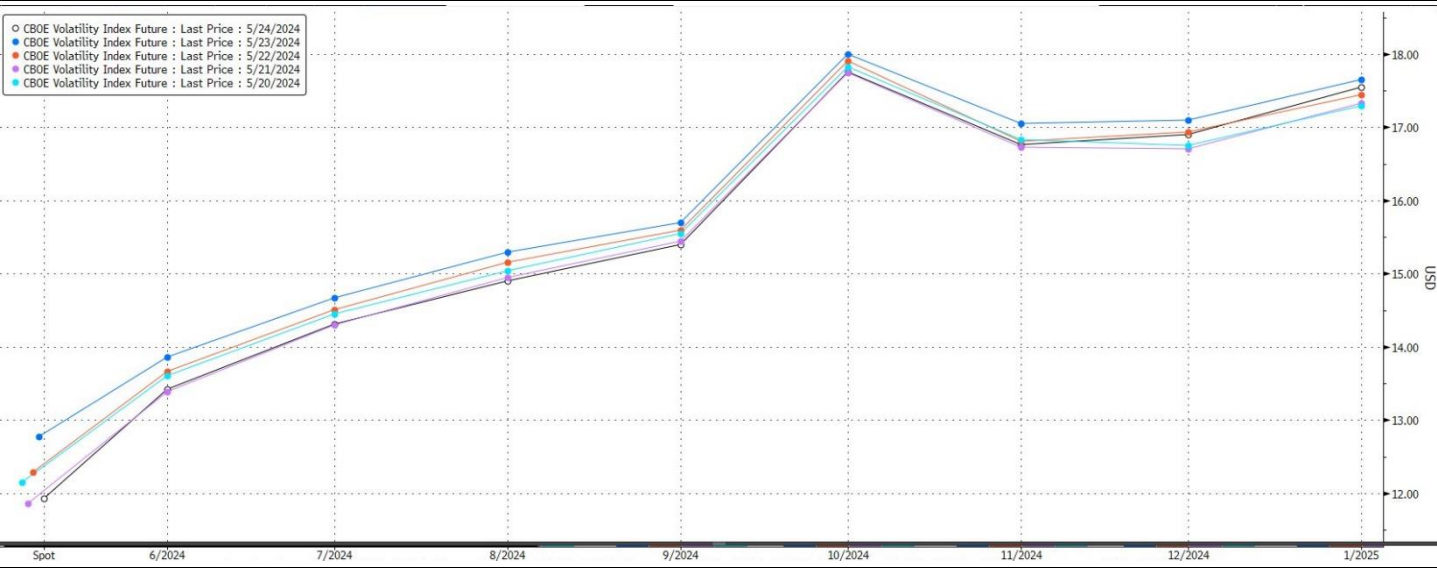
圖 3B：UX 近月及次近月合約日內走勢(5 日)



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 7 月合約(UXN4)

資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3C：UX 合約的遠期曲線

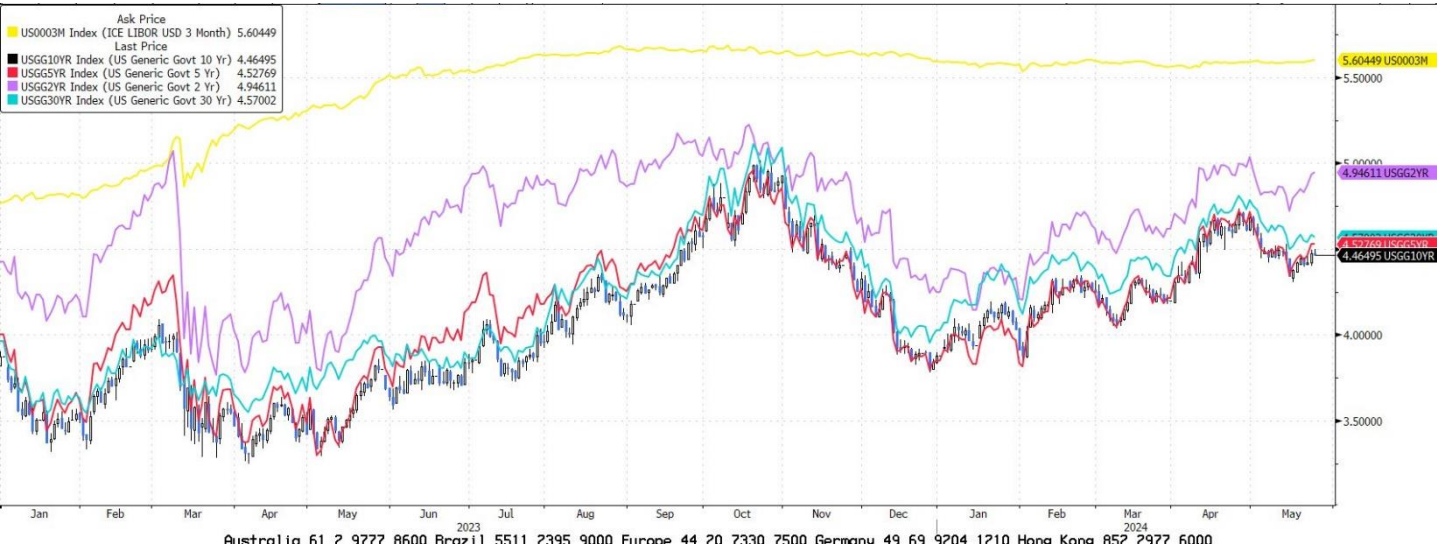


資料來源：Bloomberg

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

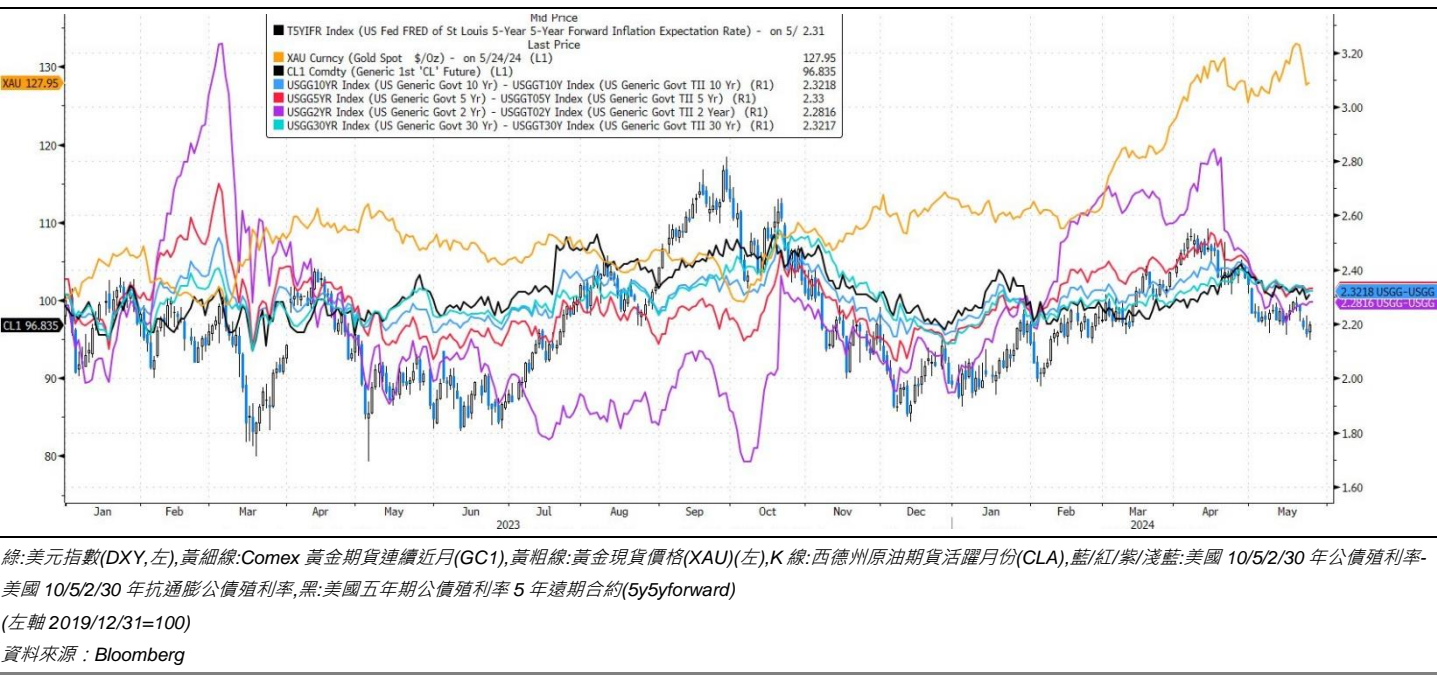


圖 4D: 美國-德國公債利差 vs 歐元走勢

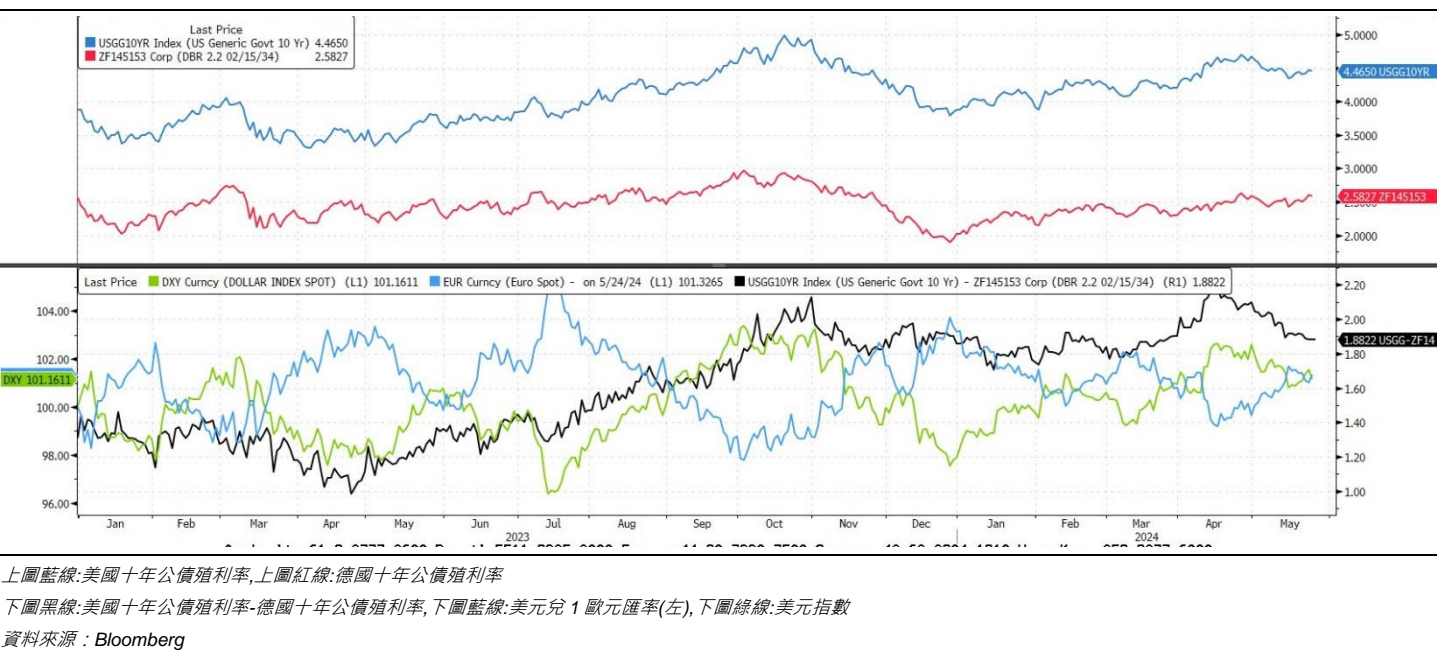


圖 4E：美國抗通膨公債殖利率、德國公債殖利率、歐元日內走勢



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

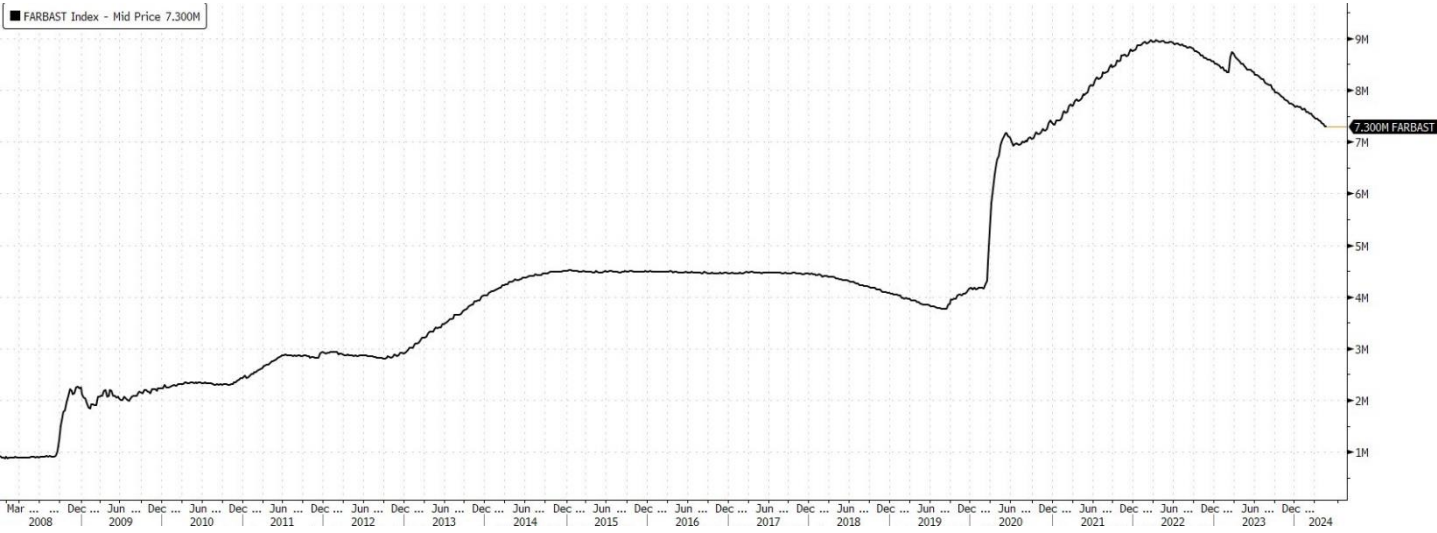
圖 4F：成熟市場貨幣匯率



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),霓虹線: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

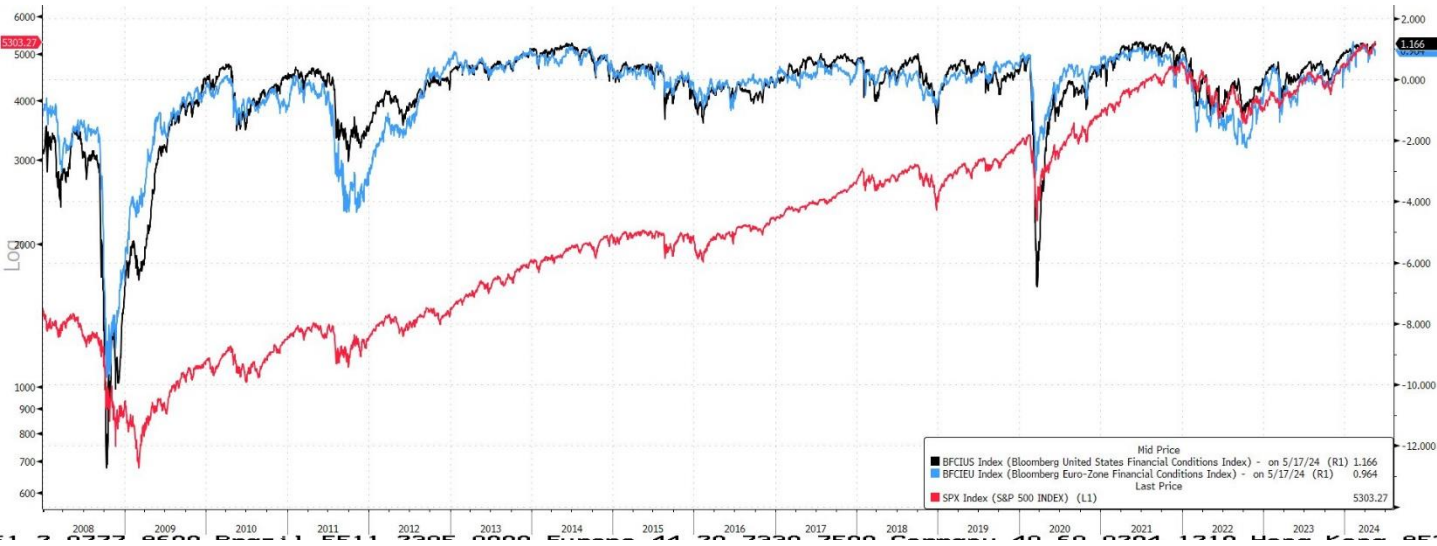


圖 4G：美國聯邦準備銀行體系總資產



資料來源：Bloomberg

圖 4H：彭博 Financial Conditions Index

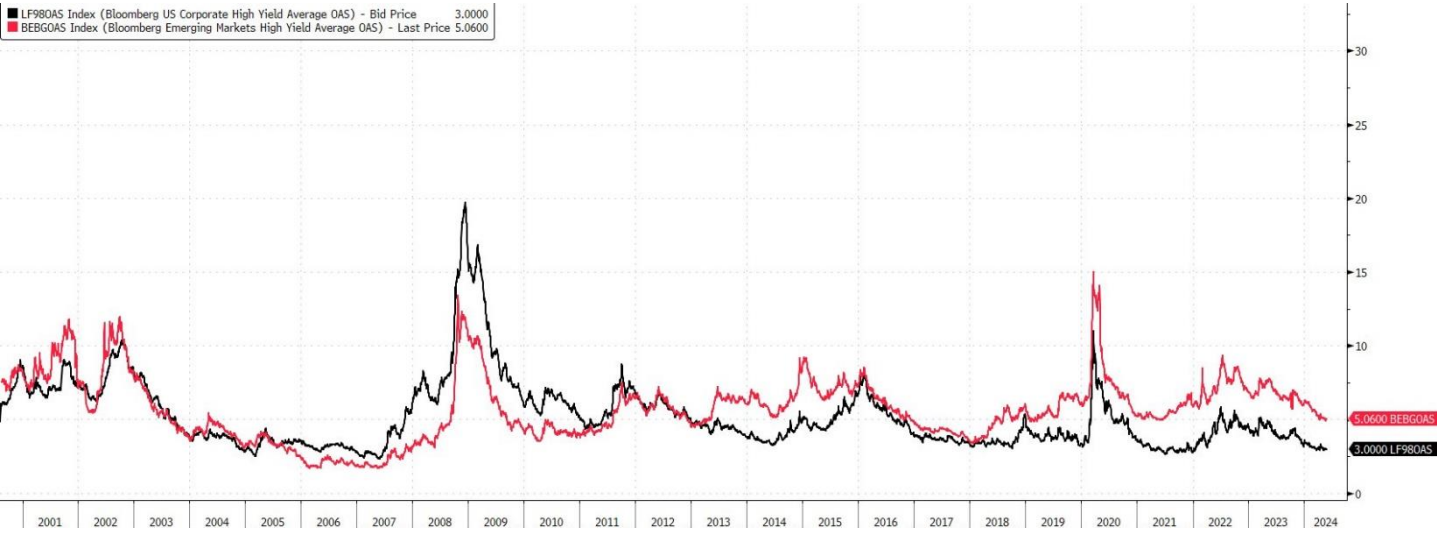


黑線:BloombergUSFinancialConditionIndex(BFCIUS,或看板 FCONGo)衡量美國金融市場融資寬鬆/緊縮程度,平均值為 0(金融海嘯前),Y(右)軸數值為標準差 · (+/-)表示寬鬆/緊縮,藍線:BloombergEuroZoneFinancialConditionIndex(BFCIEU),紅線:S&P500 指數(左軸,取自然對數)

資料來源：Bloomberg



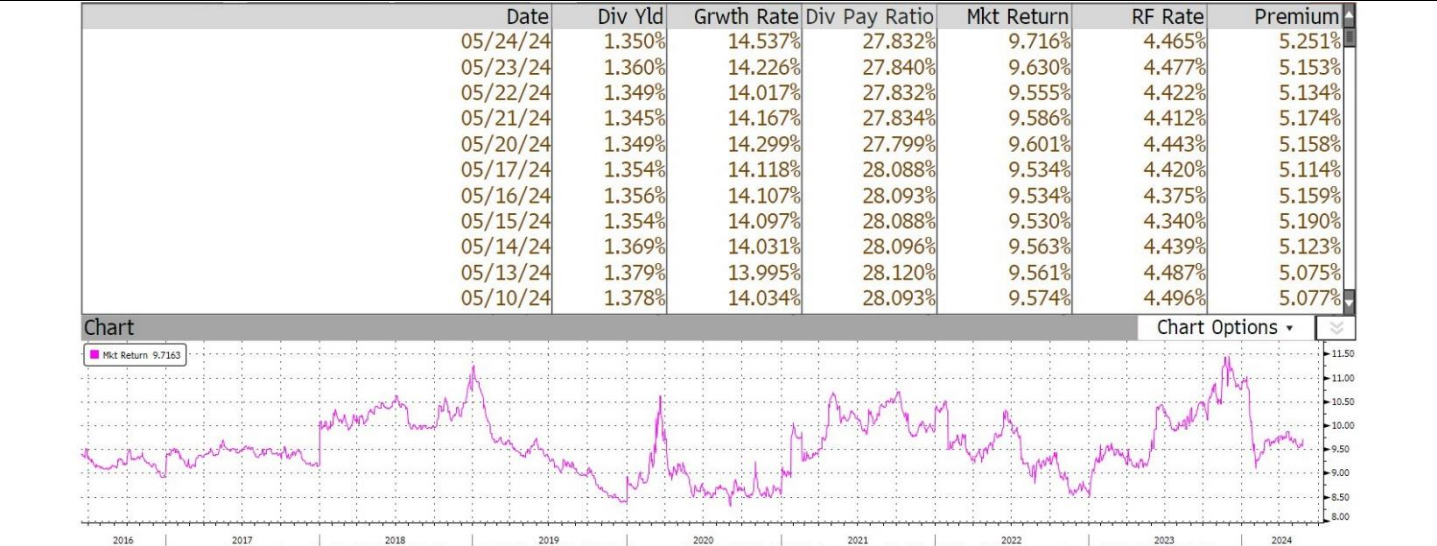
圖 4I：彭博巴克萊美元高收&新興高收 OAS 利差



黑線:BloombergBarclaysUSCorporateHighYieldIndexAverageOAS,紅線:BloombergBarclaysEmergingMarketHighYieldIndexAverageOAS

資料來源：Bloomberg

圖 4J：美國股票市場風險溢酬



橘線:美國 S&P500 股價指數風險溢酬(EquityRiskPremium),紫線:美國 S&P500 股價指數市場報酬(MarketReturn)

資料來源：Bloomberg

圖 4K：本週 S&P500 指數漲跌因子

5/20

型態	因子/驅動者名稱(10)	1 日總報酬
變異性	PORT US Earnings Variability	1.63 %
動能	PORT US Momentum	1.34 %
成長	PORT US Growth	1.01 %
交易活動	PORT US Trade Activity	0.72 %
波動率	PORT US Volatility	0.32 %
獲利性	PORT US Profit	(0.28)%
槓桿	PORT US Leverage	(0.54)%

股利	PORT US Dividend Yield	(0.94)%
規模	PORT US Size	(1.02)%
價值	PORT US Value	(1.32)%

5/21

型態	因子/驅動者名稱(10)	1 日總報酬
股利	PORT US Dividend Yield	0.88 %
規模	PORT US Size	0.84 %
獲利性	PORT US Profit	0.82 %
價值	PORT US Value	0.73 %
槓桿	PORT US Leverage	0.12 %
動能	PORT US Momentum	(0.09)%
成長	PORT US Growth	(0.14)%
變異性	PORT US Earnings Variability	(0.53)%
波動率	PORT US Volatility	(0.56)%
交易活動	PORT US Trade Activity	(0.68)%

5/22

型態	因子/驅動者名稱(10)	1 日總報酬
成長	PORT US Growth	0.33 %
變異性	PORT US Earnings Variability	0.26 %
獲利性	PORT US Profit	0.11 %
規模	PORT US Size	(0.05)%
交易活動	PORT US Trade Activity	(0.05)%
波動率	PORT US Volatility	(0.53)%
動能	PORT US Momentum	(0.61)%
價值	PORT US Value	(0.66)%
股利	PORT US Dividend Yield	(0.70)%
槓桿	PORT US Leverage	(0.89)%

5/23

型態	因子/驅動者名稱(10)	1 日總報酬
獲利性	PORT US Profit	1.37 %
動能	PORT US Momentum	1.15 %
價值	PORT US Value	0.88 %
規模	PORT US Size	0.53 %
成長	PORT US Growth	0.20 %
股利	PORT US Dividend Yield	0.17 %
變異性	PORT US Earnings Variability	0.15 %
槓桿	PORT US Leverage	(0.24)%
交易活動	PORT US Trade Activity	(0.54)%
波動率	PORT US Volatility	(1.21)%

5/24

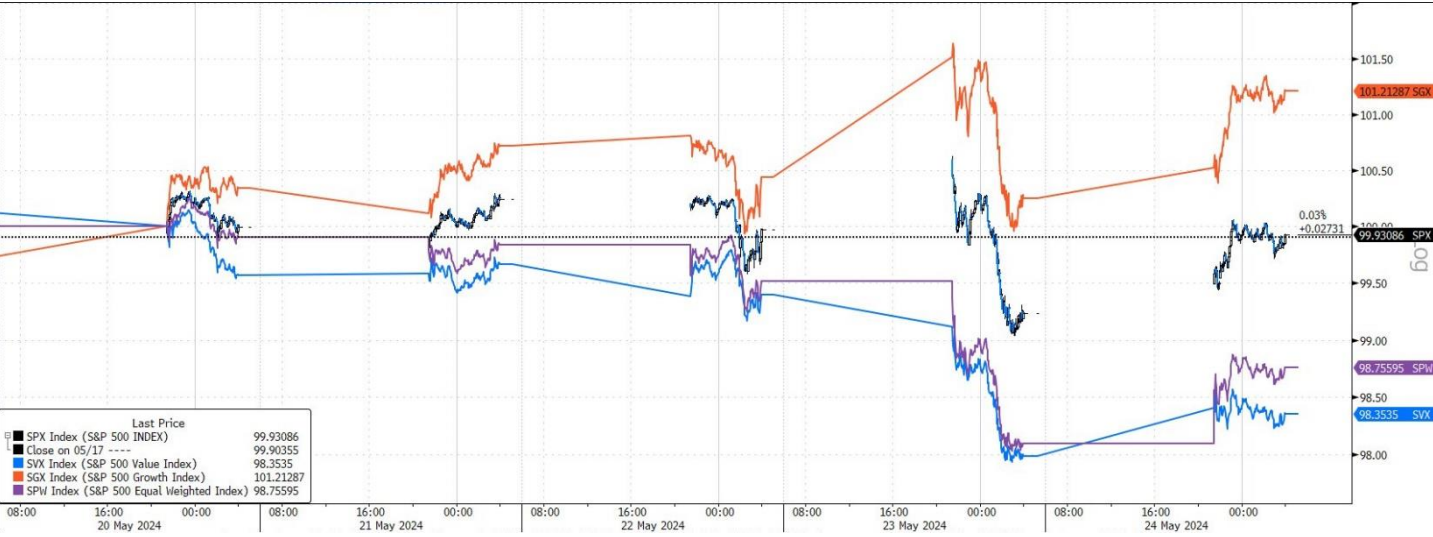
型態	因子/驅動者名稱(10)	1 日總報酬
交易活動	PORT US Trade Activity	0.89 %
動能	PORT US Momentum	0.71 %
變異性	PORT US Earnings Variability	0.61 %
成長	PORT US Growth	0.59 %
波動率	PORT US Volatility	0.47 %
槓桿	PORT US Leverage	0.07 %
獲利性	PORT US Profit	0.01 %
規模	PORT US Size	(0.18)%

Front page has run over

價值	PORT US Value	(0.18)%
股利	PORT US Dividend Yield	(0.44)%

資料來源：Bloomberg

圖 4L：S&P500 指數、S&P500 等權重指數、S&P500 成長股、S&P500 價值股指數、NASDAQ 指數、科技七雄指數



K 線:S&P500 指數,橘線:S&P500 指數成長股,藍線:S&P500 指數,紫線:S&P500 等權重指數價值股皆已標準化·右軸·,紅線: Nasdaq 指數,綠線: Magnificent 7 總報酬指數

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

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>

Front page has run over

日期	報告標題
04/01	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
04/01	總體經濟週報 - <a href="#">中美脫鉤令兩個世界正逐漸成形中</a>
04/01	日股週報 - <a href="#">投資人風險偏好收斂，日股短線震盪整理</a>
04/03	原物料市場週報 - <a href="#">供給受阻及需求復甦支撐油價；高通膨環境有利金價上揚</a>
04/08	雙率週報 - <a href="#">美就業強勁、降息時點料延後</a>
04/08	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
04/08	總體經濟週報 - <a href="#">AI 決定 2024 年哪些製造業能否踏入高速成長新世界</a>
04/08	日股週報 - <a href="#">市場風險偏好改善，日股可望止跌回穩</a>
04/10	原物料市場週報 - <a href="#">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</a>
04/12	雙率週報 - <a href="#">消費物價漲幅超預期，美元獨強</a>
04/15	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
04/15	總體經濟週報 - <a href="#">美國經濟獨強的態勢未變，而其餘國家經濟也逐漸趨穩</a>
04/15	日股週報 - <a href="#">即將進入財報密集公布，投資人轉趨觀望</a>
04/17	原物料市場週報 - <a href="#">地緣政治緊張情勢加劇，增加原油、黃金價格短期擾動</a>
04/19	雙率週報 - <a href="#">消費動能無虞、地緣風險升溫，美元續強</a>
04/22	市場風險監測 - <a href="#">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</a>
04/22	總體經濟週報 - <a href="#">美國金融體系無顯著系統性風險，僅特定領域有失衡現象</a>
04/22	日股週報 - <a href="#">聚焦企業財報表現，主導本周股市走向關鍵</a>
04/24	原物料市場週報 - <a href="#">地緣政治風險降溫，原油及黃金價格漲勢暫歇</a>
04/26	雙率週報 - <a href="#">美 GDP 遜於預期、美元漲勢受阻</a>
04/29	市場風險監測 - <a href="#">助跌因素扭轉加上短線超跌，美股技術性反彈；行情將挑戰關鍵均線，未及底部進場者應等待方向明確再動作</a>
04/29	總體經濟週報 - <a href="#">FOMC 需要更多的時間而不是空間來完成通膨降溫的工作</a>
04/29	日股週報 - <a href="#">內、外部利多因素支撐，日股可望延續小漲格局</a>
04/30	原物料市場週報 - <a href="#">原油及黃金漲勢暫歇，但緩步上升格局尚未轉變</a>
05/03	雙率週報 - <a href="#">穩定金融情勢，聯準會放慢縮表腳步</a>
05/06	市場風險監測 - <a href="#">Fed 堅定鴿派立場，令市場以利多反映弱勢經濟數據；行情仍有缺點，若不能一舉突破走升，則整理期將會拖長；建議投資人待方向明確後再採取積極行動</a>



05/06	總體經濟週報 - <a href="#">投資人不怕「需求過熱通膨」，而是「停滯性通膨」或「經濟衰退」，目前尚屬於需求過熱通膨階段</a>
05/06	日股週報 - <a href="#">焦點關注多家大型企業財報，左右股市能否延續漲勢</a>
05/08	原物料市場週報 - 原油市場 – <a href="#">需求軟且庫存上升、OPEC+研究增產，油價拉回</a>
05/10	雙率週報 - <a href="#">就業動能放緩，重燃降息預期</a>
05/13	市場風險監測 - <a href="#">美股突破關鍵均線重回攻勢；上週美股緩慢爬升，以盤整代替拉回本是正面發展，然籌碼壓力巨幅上升釋放波動將放大訊號，須特別留意</a>
05/13	總體經濟週報 - <a href="#">美國經濟的貨幣幻覺年代</a>
05/13	日股週報 - <a href="#">投資人持續關注企業財報表現，短線股市或延續區間震盪格局</a>
05/15	原物料市場週報 - 原油市場 – <a href="#">需求偏軟格局未變；庫存降且旺季在即，油價盤整</a>
05/17	雙率週報 - <a href="#">美通膨降溫，重燃降息預期</a>
05/20	市場風險監測 - <a href="#">在降息預期提高下，美股進一步穩步推升並創新高；然籌碼壓力依然巨大，股市仍有波動放大風險，投資人仍須留意</a>
05/20	總體經濟週報 - <a href="#">債台高築的美國到了臨界點了嗎？</a>
05/20	日股週報 - <a href="#">CPI 推高升息預期，日股走勢震盪整理</a>
05/22	原物料市場週報 - <a href="#">油市利多逐漸浮現，然重點事件在前，壓抑表現；美元偏弱，且有中長期利多，金價偏多看待</a>
05/24	雙率週報 - <a href="#">FOMC 會議記錄釋鷹派訊息，美元反彈</a>

#### 觀點

日期	報告標題
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	日本電動車市場 - <a href="#">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>
03/29	<a href="#">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%</a>
05/14	<a href="#">原物料漲勢是否再起？</a>

#### 戰情分析

日期	報告標題
04/01	<a href="#">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</a>
04/02	<a href="#">高息環境迫使企業減降債務，信用利差收斂至歷史新低</a>
04/03	<a href="#">日銀短觀顯示日本景氣復甦層面擴大</a>
04/08	<a href="#">美國製造業的真實樣貌，BEA 23Q4 企業獲利顯現的另一種光景</a>
04/09	<a href="#">日圓貶值政策發酵，經常帳盈穩定回升</a>
04/10	美國大選前瞻： <a href="#">就業、股市榮景加持，拜登支持度提升</a>
04/11	<a href="#">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</a>

04/12	<a href="#">製造業庫存回補正在展開，企業獲利可望改善</a>
04/15	美股財報前瞻暨回顧： <a href="#">AI 供應鏈前景看俏，金融板塊喜憂參半</a>
04/16	<a href="#">台灣首季稅收續超徵，景氣復甦政府部門也有感</a>
04/17	<a href="#">通膨降溫路崎嶇，聯準會靜觀其變</a>
04/18	<a href="#">總體經濟仍處上升循環，美股看回不看空</a>
04/19	聰明錢報告： <a href="#">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</a>
04/22	美股財報前瞻暨回顧： <a href="#">Meta、微軟接棒上陣，大型科技股成止穩關鍵</a>
04/23	<a href="#">美國經濟榮景應援，日銀可望再度升息</a>
04/24	<a href="#">中東局勢雖有紛擾，但不致擴大及惡化</a>
04/25	美股財報深度解析： <a href="#">市場活絡帶旺投資銀行股，需求支撐航空股高飛</a>
04/26	<a href="#">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</a>
04/29	美股財報前瞻暨回顧： <a href="#">AI 題材化作營收，Google/微軟引領大盤止穩</a>
04/30	<a href="#">第一季資金水位大增，支撐新台幣資產價格續漲</a>
05/02	<a href="#">市場陷入記憶體不足的短暫當機，但目前並非停滯性通膨，中長線多頭格局未變</a>
05/03	<a href="#">AI、車用晶片成日本半導體設備業者兩大營運動能</a>
05/06	美股財報前瞻暨回顧： <a href="#">財報季近尾聲，投資人目光轉向中小型股</a>
05/07	<a href="#">美財政部穩定籌碼助攻，美債殖利率止漲回落</a>
05/08	<a href="#">就業報告，印證鮑爾的鴿派政策風向</a>
05/09	波克夏 13F： <a href="#">巴菲特不改本色，依然順著景氣循環操作</a>
05/10	日股財報解析： <a href="#">豐田新能源車熱賣，日系車用半導體廠展望優於同業</a>
05/13	美股財報前瞻暨回顧： <a href="#">沃爾瑪、應用材料引領本週傳產/科技股走向</a>
05/14	<a href="#">入不敷出，美財政缺口居高不下</a>
05/15	<a href="#">通膨壓力未除，台灣央行料保持警戒</a>
05/16	<a href="#">迷因股行情再起？時空背景及個股個別情況不同，不能一概而論</a>
05/17	聰明錢報告： <a href="#">中央銀行賣權下，不做多不行，但投資人已經各自小心</a>
05/20	美股財報前瞻暨回顧： <a href="#">NVIDIA 財報壓軸登場，投資人拿放大鏡檢視</a>
05/21	520 就職演說： <a href="#">緊扣民主價值觀、兩岸維持現狀、重點發展五大產業</a>
05/22	<a href="#">中國連三月減持美債，反映資金外流連鎖效應</a>
05/23	<a href="#">當美債超發議題浮上檯面，反映政策風向改變</a>
05/24	禿鷹變救星： <a href="#">私募基金助力日本企業價值提升，為日股行情再添柴火</a>

國際金融市場焦點

<a href="#">04/02</a>	<a href="#">04/03</a>	<a href="#">04/08</a>	<a href="#">04/09</a>	<a href="#">04/10</a>	<a href="#">04/11</a>	<a href="#">04/12</a>	<a href="#">04/15</a>	<a href="#">04/16</a>	<a href="#">04/17</a>
-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------	-----------------------

Front page has run over

<a href="#">04/18</a>	<a href="#">04/19</a>	<a href="#">04/22</a>	<a href="#">04/23</a>	<a href="#">04/24</a>	<a href="#">04/25</a>	<a href="#">04/26</a>	<a href="#">04/29</a>	<a href="#">04/30</a>	<a href="#">05/02</a>
<a href="#">05/03</a>	<a href="#">05/06</a>	<a href="#">05/07</a>	<a href="#">05/08</a>	<a href="#">05/09</a>	<a href="#">05/10</a>	<a href="#">05/13</a>	<a href="#">05/14</a>	<a href="#">05/15</a>	<a href="#">05/16</a>
<a href="#">05/17</a>	<a href="#">05/20</a>	<a href="#">05/21</a>	<a href="#">05/22</a>	<a href="#">05/23</a>	<a href="#">05/24</a>	<a href="#">05/27</a>			

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
04/01	美國 2 月 PCE： <a href="#">通膨延續下降趨勢，所得成長支撐消費</a>
04/02	美國 3 月 ISM 製造業 PMI： <a href="#">製造業景氣谷底回升，商品通膨蠢蠢欲動</a>
04/08	美國 3 月份就業報告： <a href="#">就業市場穩健，支撐經濟成長</a>
04/08	3 月份 ISM 服務業 PMI 指數： <a href="#">服務業溫和擴張，有助於通膨降溫</a>
04/11	美國三月 CPI： <a href="#">黏性通膨陰魂不散，Fed 今年降息不到三碼</a>
04/17	<a href="#">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</a>
04/24	美國房市： <a href="#">3 月房屋整體銷售下降，復甦力度持續受高利率拖累</a>
04/26	美國第一季 GDP： <a href="#">美國經濟看似放緩，實則是從過熱中降溫，惟降溫結構不佳</a>
04/26	美國 3 月耐久財訂單： <a href="#">耐久財訂單普遍回溫，但資本支出意願仍略顯疲軟</a>
04/29	美國 3 月 PCE： <a href="#">通膨居高不下、經濟仍保持韌性，降息恐再延遲</a>
05/03	美國 4 月 ISM 製造業 PMI： <a href="#">製造業仍在築底階段，商品通膨加溫</a>
05/06	美國 4 月 BLS 就業報告： <a href="#">勞動市場降溫，經濟朝向軟著陸</a>
05/06	美國 ISM 服務業 PMI： <a href="#">服務業成長放緩，通膨壓力仍存</a>
05/07	美國第一季資深授信人員意見調查： <a href="#">貸款需求降溫，預期經濟軟著陸</a>
05/16	美國四月 CPI： <a href="#">黏性通膨陰魂不散，Fed 今年降息不到三碼</a>
05/17	美國 4 月零售銷售、工業生產： <a href="#">高利率滯後效應逐漸浮現，消費與工業生產降溫</a>
05/24	美國 5 月 S&P Global PMI： <a href="#">商業活動擴張加速，商品通膨升溫</a>

日本

日期	報告標題
04/02	日本 Q1 短觀報告： <a href="#">製造業、非製造業景氣續處擴張區間，整體經濟持續復甦</a>
04/09	日本 2 月份勞工薪資： <a href="#">勞工薪資穩健成長，提供日銀後續調整政策理由</a>
04/18	日本 3 月份進出口 - <a href="#">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</a>
04/22	日本 3 月份 CPI - <a href="#">通膨續高於日銀目標，提供央行政策調整理由</a>
04/29	日本 4 月份央行利率決議 - <a href="#">實現通膨目標可能性逐步增加，央行或於下半年再度調升利率</a>
05/02	日本 3 月份工業生產 - <a href="#">國內、內外需求改善，帶動工業生產、信心逐步回溫</a>
05/10	日本 3 月份勞工薪資： <a href="#">春季薪資談判結果尚未反映，後續薪資增速有望再度走高</a>

05/17	日本第一季 GDP - <a href="#">車廠停工拖累消費、出口與投資，成首季 GDP 衰退主因</a>
05/23	日本 4 月份進出口 - <a href="#">汽車/半導體設備成出口雙引擎，引領第二季經濟恢復成長</a>

#### 歐元區

日期	報告標題
04/10	歐元區銀行貸款調查： <a href="#">貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫，整體金融環境趨穩</a>
04/26	歐元區 4 月 S&P Global PMI： <a href="#">經濟復甦，通膨壓力仍存</a>
04/30	歐元區經濟信心： <a href="#">製造業及服務業雙雙降溫，通膨壓力有望放緩</a>

#### 台灣

日期	報告標題
04/02	台灣 3 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業持續不景氣，非製造業熱度升溫</a>
04/10	台灣 3 月 CPI： <a href="#">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</a>
04/11	台灣 3 月出口： <a href="#">人工智慧商機與庫存回補需求加持，出口雙位數成長</a>
04/23	台灣 3 月外銷訂單： <a href="#">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</a>
04/24	台灣 3 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">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</a>
04/29	台灣 3 月景氣指標： <a href="#">燈號續亮象徵景氣穩定的綠燈，領先指標續揚</a>
05/02	台灣第 1 季 GDP： <a href="#">外需加溫，帶動資本形成恢復，加以民間消費穩健成長，經濟成長進一步攀高</a>
05/03	台灣 4 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業不景氣減弱，非製造業熱度升溫</a>
05/08	台灣 4 月 CPI： <a href="#">儘管 4/1 電價調漲，CPI 上漲率時隔 2 個月重新低於 2%</a>
05/09	台灣 4 月出口： <a href="#">人工智慧商機熱絡與產業淡季互抵，出口小幅成長</a>
05/21	台灣 4 月外銷訂單： <a href="#">新興科技需求暢旺與庫存回補需求湧現，外銷訂單年增逾 1 成</a>
05/24	台灣 4 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">資訊電子需求熱絡，助長工業生產年率飆升；高基期及假日較少，零售及餐飲業成長和緩</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