

元大戰情分析

股市大跌反映市場情緒勒索 Fed (Cry for Fed)，並非衰退恐懼

顏承暉

fattiger@yuanta.com

事件

- 週五美股主要指數大跌，道瓊、標普五百、Nasdaq、費半分別下跌-1.01%、-1.73%、-2.55%、-4.52%。

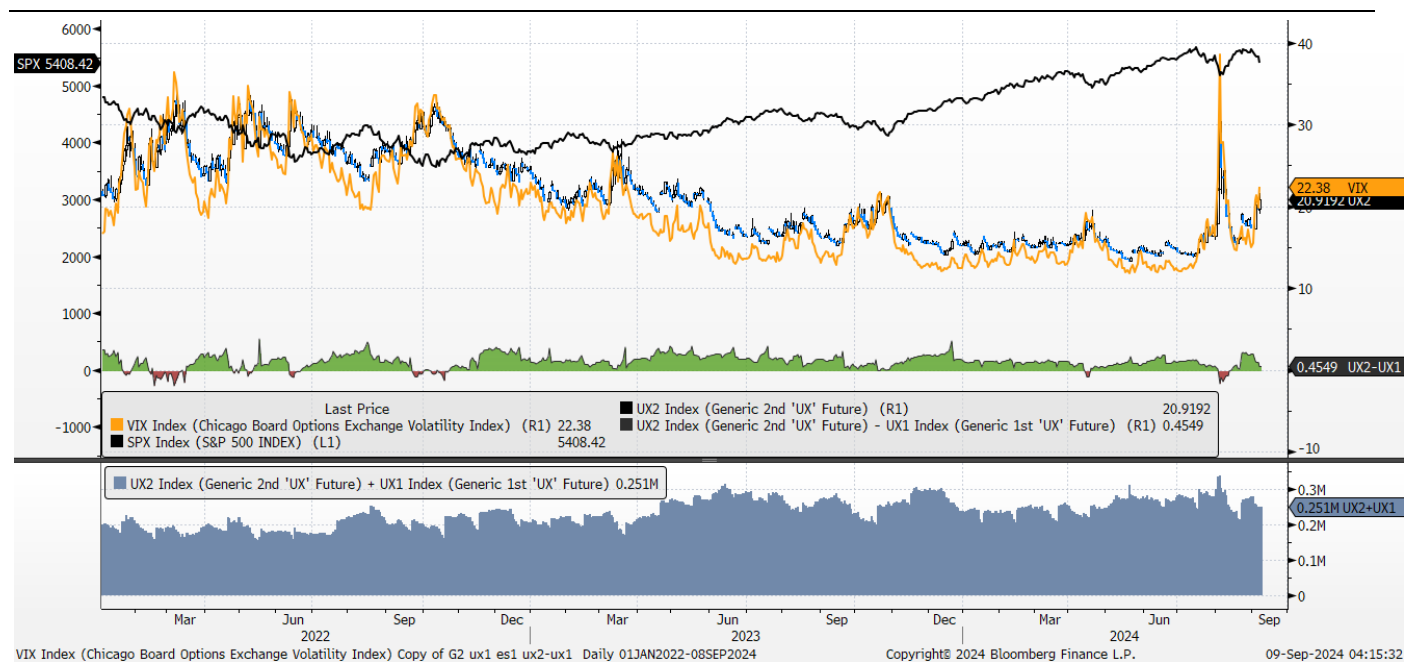
評論

許多人將週五 (9/6) 美股的大跌解讀為勞動市場數據不如預期，以至於「衰退恐懼 (recession fear)」再現，但如果觀察美股盤中的走勢，8 點半當就業數據公布後，美股期貨一度是走高的，美股走低其實是在多個 Fed 官員的公開談話之後開始的，雖然包含紐約 Fed 總裁 Williams、理事 Waller 以及芝加哥 Fed 總裁 Goolsbee 均表示是時候降息了，但沒有一個聯準會官員直接向市場暗示聯準會 9 月需要降息兩碼，這也是為什麼美股加速下跌時段，美債殖利率與美元大致保持穩定的關鍵原因。因此與其將週五美股的修正解讀為重演「衰退恐懼 (recession fear)」，不如解讀為數據不夠差，令股票市場投資人透過股市波動加大情緒勒索 Fed 在 9 月會期加大幅度降息 (Cry for Fed)，這也間接的意味著 9/20 FOMC 會前市場不時出現較大波動是必然的。

但還是要強調的，基於以下理由觀察，市場沒有連續重挫的壓力：

- 一、籌碼壓力不算太大：VIX 近月與次近月價差雖跌至翻空門檻之下，但近月 OI 不算太高且全序列 OI 並不大 (圖 1)，預料行情以緩跌及盤跌為主。
- 二、勞動市場只是從過熱回到均衡，並沒有陷入衰退的跡象：8 月名目時薪年增率從 3.63% 加速到 3.83%，仍然高於長期平均的 3.08%。再加上 4.2% 的失業率與聯準會所公布的長期失業率相當。8 月每週工時從 34.2 小時回升到 34.3 小時，與長期平均相當。此外，14.2 萬人的非農新增就業仍然高於 2000 年來平均的 9.6 萬人。
- 三、殖利率曲線結束倒掛並不意味著經濟要衰退：疫情扭曲正常的景氣循環，導致疫情後殖利率曲線的斜率變化對於預測景氣的能力不足。過去殖利率曲線斜率負斜率之所以能夠預測接下來經濟衰退，那是因為當景氣前景不佳時，長天期債券殖利率會下滑，此時殖利率曲線負斜率是因為投資人認為現階段貨幣政策比經濟基本面所需要的更高。而此後當發生結束倒掛，意味著實際經濟數據已經開始快速降溫，令投資人預期聯準會將會在很短的時間快速降息，導致短端殖利率快速下滑，進而結束倒掛。由於貨幣政策傳導具有滯後性，因此即便接下來聯準會也如預期快速降息，但由於滯後性還沒開始顯現，以至於經濟無法避免衰退 (圖 2)。但這次不一樣的地方在於，名目殖利率曲線結束倒掛，實質殖利率曲線卻更加倒掛 (圖 3)，9 月 6 日實質 2 年與 10 年殖利率倒掛 59 個基點，甚至比今年平均的 42 個基點來得高。這意味著名目利率結束倒掛只是反應通膨逐漸降溫，但實質利率倒掛擴大意味著投資人認為 Fed 仍然擔心有 N 型通膨的可能 (長天期通膨預期較高)，以至於需要維持一個比較高的實質利率來避免通膨死灰復燃，這間接印證股市修正其實只是反映的市場擔心降息不夠快。

圖 1：S&P 500 與 VIX 近月與次近月序列關係



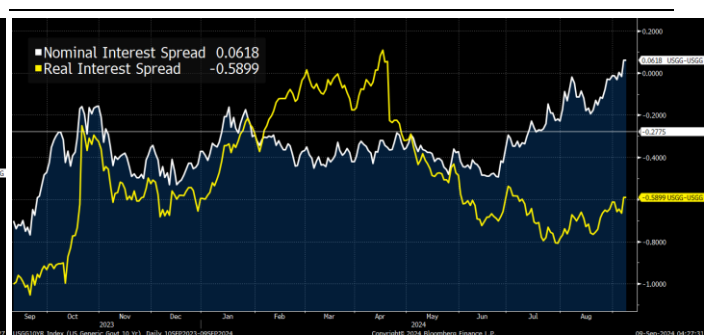
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：2 年期與 10 年期名目殖利率利差



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：2 年期與 10 年期名目與實質利率利差



資料來源：Bloomberg、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2024/09/06

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	21,435.19	1.17%	19.54%	0050	元大台灣 50	174.75	1.42%	29.01%
					00631L	元大台灣 50 正 2	210.65	2.43%	39.32%
					00632R	元大台灣 50 反 1	3.57	-1.38%	-20.31%
					0056	元大高股息	37.87	0.64%	1.26%
					00713	元大台灣高息低波	57.65	0.44%	14.38%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	42.66	1.19%	21.33%
					006203	元大 MSCI 台灣	82.95	0.67%	25.30%
					0051	元大中型 100	79.00	0.89%	7.26%
					0053	元大電子	94.15	1.24%	31.40%
					0055	元大 MSCI 金融	28.63	0.95%	18.70%
	台灣加權電子指數	1,140.86	1.42%	27.43%	0055	元大 MSCI 金融	28.63	0.95%	18.70%
	臺灣金融保險類指數	173.14	0.97%	14.47%	006201	元大富櫃 50	23.38	0.47%	16.90%
	富櫃加權指數	293.38	0.27%	13.37%					
中國	滬深 300 指數	3,231.35	-0.81%	-5.82%	0061	元大賣滬深	16.29	0.00%	0.25%
					00637L	元大滬深 300 正 2	12.12	0.25%	4.48%
					00638R	元大滬深 300 反 1	10.10	-0.39%	-2.51%
					006206	元大上證 50	27.29	0.00%	3.45%
					00739	元大 MSCI A 股	19.58	-0.20%	-1.06%
美國	S&P500 指數	5,408.42	-1.73%	13.39%	00646	元大 S&P500	54.85	-0.63%	19.89%
					00647L	元大 S&P500 正 2	87.05	-1.08%	24.27%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.53	0.36%	-10.37%
					00861	元大全球未來通訊	40.17	-1.01%	15.86%
					00876	元大全球 5G	36.03	-0.61%	7.87%
	那斯達克 100 指數	18,421.31	-2.69%	9.48%	00762	元大全球 AI	56.45	-0.27%	12.67%
	標普美國高息特別股指數	743.20	-0.40%	6.85%	00771	元大 US 高息特別股	17.74	0.11%	9.10%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,738.06	-1.60%	4.79%	00660	元大歐洲 50	35.04	-1.04%	6.02%
日本	日經 225 指數	36,391.47	-0.72%	8.75%	00661	元大日經 225	46.57	-0.64%	8.61%
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	4.09	-10.34	-66.96	00719B	元大美債 1-3	31.71	-0.38%	3.66%
					00697B	元大美債 7-10	37.37	-0.08%	6.13%
	美國 2 年公債殖利率	3.65	-9.73	-60.37	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	35.51	0.37%	4.10%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	36.21	0.39%	3.40%
	美國 5 年公債殖利率	3.49	-5.18	-36.19	00788B	元大 10 年 IG 電能債	33.28	0.51%	2.37%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	31.18	0.06%	2.36%
	美國 10 年公債殖利率	3.71	-1.89	-17.11	00679B	元大美債 20 年	31.53	0.51%	2.20%
					00680L	元大美債 20 正 2	9.86	1.96%	-2.67%
	美國 30 年公債殖利率	4.02	-0.18	-1.02	00681R	元大美債 20 反 1	18.83	-1.10%	-0.16%
					00720B	元大投資級公司債	36.76	0.49%	2.11%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.76	0.2	-62.5	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	36.31	0.69%	2.77%
					00721B	元大中國債 3-5	47.60	-0.17%	6.97%

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
08/02	雙率週報 - 日銀轉鷹，日圓大漲
08/05	市場風險監測 - 美股反彈遇壓再次急挫，挫低中籌碼壓力上升，並非止穩跡象；內外經濟及政治局勢多變，局勢不利多方，做多宜慎
08/05	總體經濟週報 - 衰退？不！只是崎嶇的軟著陸
08/05	日股週報 - 投資人風險偏好低迷，日股料延續前周偏弱表現
08/07	原物料市場週報 - 經濟數據不如預期，油價下跌；股市重挫使金價承壓
08/09	雙率週報 - 市場動盪，日銀調整政策態度穩定局勢
08/12	市場風險監測 - 崩跌過後美股反彈並站上 100 日均線，然近月端籌碼壓力依然巨大，短線行情仍充滿不確定性，盤面方向有待關鍵表態
08/12	總體經濟週報 - 經濟衰退是一個過程，並不是一個開關
08/12	日股週報 - 第二季 GDP 可望擺脫首季低迷表現，日股可望重拾漲勢
08/15	原物料市場週報 - 地緣政治風險致油價上行；投資人建倉推動金價上漲
08/16	雙率週報 - 私人消費強勁，美元指數止跌
08/19	市場風險監測 - 籌碼壓力明顯減輕、多方關鍵表態，美股快速回升
08/19	總體經濟週報 - 從金融市場的脫鉤與重新配置談美股是否泡沫化
08/19	日股週報 - 基本面維持正面、聚焦日銀總裁談話，日股可望延續上周漲勢
08/21	原物料市場週報 - 以哈談判出現進展，油價走跌；降息預期回溫推動金價；智利礦產罷工推升銅價
08/23	雙率週報 - FOMC 會議記錄釋降息風向，美元弱勢
08/26	市場風險監測 - 指數位於前高、短線波動加大；大選變數再現，入場宜慎
08/26	總體經濟週報 - 聯準會降息之路猶如自聖母峰之巔攀降，充滿挑戰
08/26	日股週報 - 多空因素交錯，日股轉趨震盪整理
08/28	原物料市場週報 - 中東戰事再起，油價收漲；Jackson Hole 談話推動金價；美元走低、礦商看好前景，銅價上漲
09/02	雙率週報 - 美消費動能穩健，降息兩碼預期略見消退
09/02	市場風險監測 - 高檔承壓、短線籌碼壓力大增，美股繼續區間整理；變數仍多，無須急躁
09/02	總體經濟週報 - 台灣人投資就是愛配息；但買台股也愛配息嗎？對，但與你想的不一樣！
09/02	日股週報 - 經濟基本面延續正面態勢，有助引導日股緩步墊高
09/04	原物料市場週報 - 需求持續不振，油價下跌；經濟數據推升美元，金價盤整；美元回升，擔憂需求不振，銅價下跌

09/06	雙率週報 - 降息預期發酵，美元弱勢
-------	------------------------------------

觀點

日期	報告標題
09/03	台灣國民財富運用趨勢分析： 資金更傾向流往股票、ETF 等有價證券

戰情分析

日期	報告標題
08/01	降息門檻雖不高，但不要過度篤定 Fed 一定會在 9 月降息
08/05	美股財報前瞻： 日圓暴走、衰退擔憂衝擊市場信心，應靜待止穩訊號
08/06	美國大選前瞻： 選情瞬息萬變，牽動市場多空情緒
08/07	缺口小於預期，美國財政部收斂融資額度
08/08	美股跌勢何時止？談本波美股修正的架構與止跌訊號如何觀察
08/09	日圓利差交易平倉引爆黑色星期一，但規模不致引發更大系統性風險
08/12	美股財報大多優於市場預期，且廣度明顯提升
08/13	日圓期貨投機淨空單收斂，金融市場短期波動可望告一段落
08/14	交易商追價意願不足，新債標售結果不如預期
08/15	從擁擠交易、失衡累積、到部位出清— 崩盤後的多頭反攻之路
08/16	日本殭屍企業整併、倒閉，對景氣長期發展或帶來正面助益
08/19	聰明錢報告— 經濟風險略升，投資人敲碗 Fed 降息
08/20	利多消息齊聚，金價多頭氣勢銳不可擋
08/21	民主黨炒熱賀錦麗聲量，9/10 辯論將是關鍵轉折
08/22	勞動市場降溫不怕，AI 與新移民改善實質購買力並提供美國經濟韌性
08/23	相對於月初，市場少了衝動，而且理性許多
08/26	鮑爾 Jackson Hole 談話解析- Time to Come
08/27	美股策略： 選前民調愈緊繃，總統大選後美股表現愈佳
08/28	美總統選情混沌不明令市場缺乏主流，降息題材或成為資金停泊去處
08/29	場外資金巨大，可望降低市場大跌的機率
08/30	對於 S&P 500 來說，Nvidia 很重要，但可能也沒那麼重要
09/02	美股策略： PCE 提振市場軟著陸信心，近關情怯下選股不選市
09/03	美債標售： 交易商興趣缺缺，長期投資者仍是主要買盤來源
09/04	與八月初似曾相似，但其實有那麼一點不同
09/05	台灣 2025 年中央政府總預算分析： 財政盈餘再現，公債籌碼有限
09/06	ISM 指數疲軟到底是美國經濟不好？還是外國經濟不好？

國際金融市場焦點

08/01	08/02	08/05	08/06	08/07	08/08	08/09	08/12	08/13	08/14
08/15	08/16	08/19	08/20	08/21	08/22	08/23	08/26	08/27	08/28
08/29	08/30	09/02	09/04	09/05	09/06				

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
08/02	美國 7 月 ISM 製造業 PMI： 製造業需求仍顯疲弱，就業人數下降
08/05	美國 7 月 BLS 就業報告： 勞動市場全面降溫令美國經濟進入留校察看階段
08/06	美國 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動回溫，減緩經濟衰退的擔憂
08/06	美國第二季資深授信人員意見調查： 貸款需求回溫，有利經濟軟著陸
08/15	美國 7 月 CPI： 符合預期的通膨有助市場修復情緒
08/16	美國 7 月零售銷售、工業生產： 消費保持韌性，經濟維持軟著陸的格局
08/23	美國 8 月 S&P Global PMI： 商業活動擴張，價格壓力續降
08/27	美國 7 月房市： 聯準會釋出降息訊號，房屋銷售初現回溫穩跡象
09/02	美國 7 月 PCE： 通膨壓力降溫，經濟再現金髮女孩樣態
09/04	美國 8 月 ISM 製造業 PMI： 總統大選與降息在即，製造業需求受到推遲
09/06	美國 8 月 ISM 服務業 PMI： 服務業商業活動回溫，減緩經濟衰退的擔憂

日本

日期	報告標題
08/01	日銀 7 月利率決議： 今年第二度升息，且確立後續國債購買縮減量
08/01	日本 6 月工業生產： 各大產業生產活動回落，暫且落入萎縮區間
08/07	日本 6 月勞工薪資： 春鬥加薪、夏季獎金成長，勞工薪資增速強勁
08/16	日本 Q2 GDP： 負面因素消退，景氣重拾成長動能
08/22	日本 7 月進出口： 半導體設備、汽車主要出口產品續強，提振外貿
08/26	日本 7 月 CPI： 受能源補貼退場影響，通膨仍位居偏高水平
09/02	日本 7 月工業生產： 擺脫前月的萎縮，重回正成長格局
09/06	日本 7 月勞工薪資： 薪資高於預期，BoJ 仍維持貨幣政策正常化路徑

歐元區

日期	報告標題
08/30	歐元區 8 月經濟信心： 工業與服務業信心雙雙回溫

日期	報告標題
08/01	台灣第 2 季 GDP： 企業加速投資，資本形成大增，但出口增幅不如預期為高，淨外需貢獻轉負，連累經濟增速自高檔拉回
08/02	台灣 7 月 PMI、NMI： 製造業溫和擴張，非製造業持續熱絡
08/07	台灣 7 月 CPI： 蔬果價格加速上漲，推升 CPI 上漲率
08/09	台灣 7 月出口： 傳產外銷不穩，加上工作天數因颱風減少，出口小幅成長
08/19	台灣 8 月主計總處預測： 些微下調今年 GDP 成長預測至 3.9%，物價上漲率預測略為調升至 2.17%
08/21	台灣 7 月外銷訂單： 景氣回溫，加上新興科技應用續熱、消費性電子新品備貨，外銷訂單成長加速，優於預期
08/26	台灣 7 月工業生產、零售餐飲： 工業持續大幅增產，零售及餐飲業營收表現拉回
08/28	台灣 7 月景氣指標： 燈號雖重亮黃紅燈，但領先指標加速上揚
09/03	台灣 8 月 PMI、NMI： 製造業、非製造業雙雙溫和擴張
09/06	台灣 8 月 CPI： 油料費下跌，以及基期走高，CPI 上漲率回落

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