

元大戰情分析

市場如墮入五里雲霧時，別太期待潛在的反彈

顏承暉

fattiger@yuanta.com

邱元彥

yuanyen.chiu@yuanta.com

事件

◆ 標普 500 Best 本益比從 2/19 的 26.53 降至 3 月 25 日的 21.53，與 5 年平均 21.85 相當。

◆ 美國經濟政策不確定指數於 3 月 16 日一度上升至 753.68，創下 2020 年來最高。

評論

綜合多項跡象顯示，短線美股的修正可能已逐漸進入尾聲：

- 一、標普 500 的 Best 本益比自 2 月 19 日的 26.53 降至 3 月 25 日的 21.53，已接近 5 年均值 21.85，評價壓力大幅舒緩。
- 二、VIX 近月與次近月未平倉量 (OI) 自 2 月 25 日的 28.5 萬口降至 3 月 26 日的 20.7 萬口，全序列 OI 亦從 41.3 萬口降至 30.7 萬口，顯示避險情緒降溫。
- 三、美銀美林基金經理人調查顯示，投資人對美股的配置已降至 2023 年 6 月以來新低，整體股權配置亦回落至 2023 年 11 月以來最低，現金部位則自 3.5% 的極低水位回升至 4.1%。

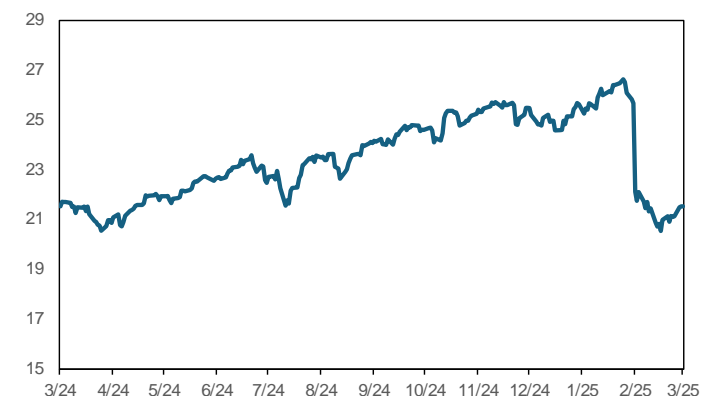
然而，這些僅代表短線下跌動能可能趨緩，並不構成市場即將啟動有意義反彈的充分條件。當前市場依然籠罩在高度不確定的迷霧之中，美股評價雖已趨於合理，但這是建立在當前的獲利預測基礎上，而非對潛在風險的充分反映。值得注意的是，3 月 21 日的美國經濟政策不確定指數 (EPU) 50 日均值已升至 421.69，創下自 2020 年 6 月以來新高，反映出市場對川普 2.0 政策的不確定性正在急劇升溫。根據 Baker、Bloom 與 Davis (2016) 的研究，EPU 上升會導致市場預測誤差擴大；Giannone 等人進一步指出，在不確定性高漲時，預測修正反而更為遲緩，白話來說，可以把這看成「開車在大霧中」，因為能見度差，駕駛(預測機構)不會猛踩油門(大幅調整預測)，甚至會等雲霧散去(政策落地後)再根據實際情況修正方向，因此修正預測會有所落後，這顯示當前市場對企業獲利的預估可能尚未充分納入潛在政策風險。

兩項證據也間接支持此觀點：

- 一、儘管今年初美國多數經濟數據不如預期，市場對 2024 年美國 GDP 成長率的預估卻仍高達 2.2%，反較去年 10 月 (川普勝選前) 的 1.8% 更為樂觀。
- 二、2025 財年標普 500 的每股盈餘預測年初迄今僅由 267.1 小幅下修至 264.6，修正幅度不足 1%。

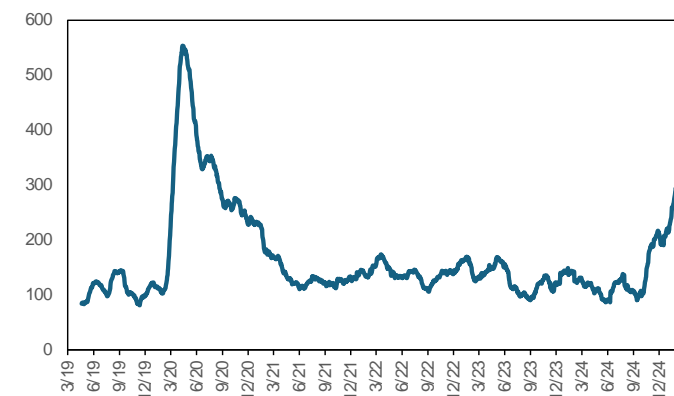
總結而言，雖然短線賣壓有望趨緩，但在經濟政策前景仍高度不確定、企業獲利預測可能偏樂觀的背景下，投資人應對反彈力道保持謹慎，並密切關注市場是否開始反映潛在政策風險而開始下修經濟成長預測與獲利預測的訊號。

圖 1：標普 500 的 Best 本益比



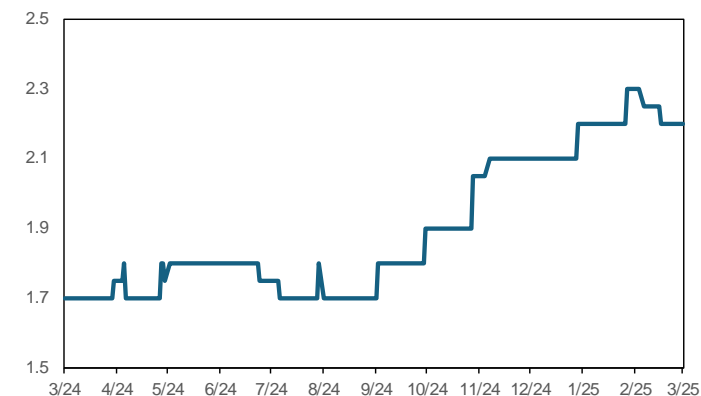
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 2：經濟政策不確定指數（EPU），50MA



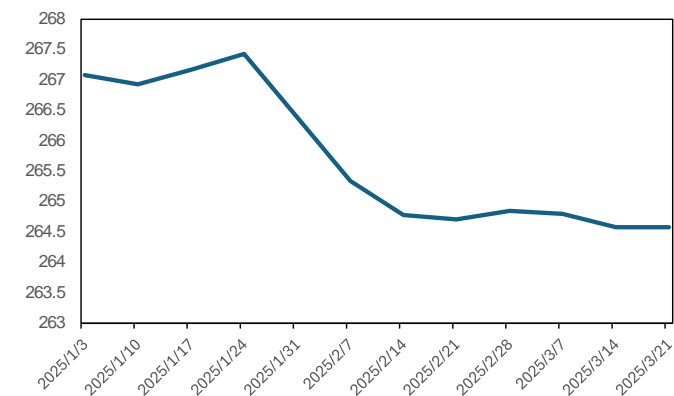
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：2025 年美國經濟成長共識預測時間序列



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：2025 財年 S&P 500 EPS 預測時間序列



資料來源：Bloomberg、元大投顧

全球金融行情

資料日期 (收盤日) : 2025/03/26

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	22,260.29	-0.06%	-3.36%	0050	元大台灣 50	184.50	-0.08%	-5.75%
					00631L	元大台灣 50 正 2	220.70	0.20%	-8.18%
					00632R	元大台灣 50 反 1	23.62	-0.04%	3.14%
					0056	元大高股息	36.35	0.28%	-0.90%
					00713	元大台灣高息低波	53.65	0.09%	0.94%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	43.79	0.09%	-4.20%
					006203	元大 MSCI 台灣	85.95	0.00%	-6.58%
					0051	元大中型 100	76.65	-0.13%	-0.39%
					0053	元大電子	98.40	0.20%	-5.20%
					0055	元大 MSCI 金融	28.80	0.14%	2.56%
中國	滬深 300 指數	3,919.36	-0.33%	-0.40%	006201	元大富櫃 50	21.21	-0.24%	-5.94%
					0061	元大實滬深	19.73	0.15%	0.36%
					00637L	元大滬深 300 正 2	16.28	-1.03%	-3.84%
					00638R	元大滬深 300 反 1	8.47	0.36%	1.80%
					006206	元大上證 50	32.25	-0.83%	0.78%
美國	S&P500 指數	5,712.20	-1.12%	-2.88%	00739	元大 MSCI A 股	23.31	0.13%	1.08%
					00646	元大 S&P500	59.80	0.42%	-1.24%
					00647L	元大 S&P500 正 2	92.20	0.71%	-6.21%
					00648R	元大 S&P500 反 1	5.36	-0.37%	2.68%
					00861	元大全球未來通訊	43.60	0.35%	-0.73%
					00876	元大全球 5G	37.28	0.65%	-0.32%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	5,411.69	-1.16%	10.53%	00762	元大全球 AI	66.30	0.23%	-4.67%
					00771	元大 US 高息特別股	17.71	0.85%	0.85%
					00660	元大歐洲 50	39.91	1.53%	13.48%
日本	日經 225 指數	38,027.29	0.65%	-4.68%	00661	元大日經 225	49.24	1.09%	-1.81%
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	4.10	1.31	-4.61	00719B	元大美債 1-3	32.69	0.15%	1.05%
					00697B	元大美債 7-10	37.03	0.05%	2.35%
	美國 2 年公債殖利率	4.02	0.34	-22.5	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	33.98	-0.03%	-0.23%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.20	-0.03%	0.80%
	美國 5 年公債殖利率	4.10	3.01	-28.36	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.69	0.13%	-0.97%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.83	-0.37%	1.81%
	美國 10 年公債殖利率	4.35	3.86	-21.71	00679B	元大美債 20 年	29.20	-0.21%	1.92%
					00680L	元大美債 20 正 2	7.76	-0.64%	1.70%
	美國 30 年公債殖利率	4.70	4.32	-7.92	00681R	元大美債 20 反 1	21.15	0.43%	-1.21%
					00720B	元大投資級公司債	35.49	-0.06%	0.17%
中國	中國 5 年期公債殖利率	1.66	-1.4	26.8	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	33.98	-0.09%	0.50%
					00721B	元大中國債 3-5	-	-	-

近期報告連結

市場風險監測

日期	報告標題
02/24	美股再次急挫至區間下緣；如今籌碼已足空勢漸成，多頭恐無力扭轉形勢
03/03	月底買盤助美股回到 100 日均線，但有利多方的發展不多；籌碼壓力向遠月移動，美股短線或有反彈，但整體籌碼壓力上升，市場仍由空方主導，反彈空間有限。
03/10	美股逢跌空單量增，並非回穩之兆；近月端空單籌碼向遠月轉移，短線或有反彈，但預料反彈的時間及空間皆有限
03/17	政府關閉的危機及迴避令美股在暴跌後回升，但空頭的結構依舊，多頭尚未掌握主動，反彈空間恐怕有限
03/24	FOMC 會議及期權結算提供美股反彈機會；籌碼壓力大降，美股不致連續重挫，但上檔賣壓明顯，且政經利空俱在，不宜過於樂觀

總體經濟週報

日期	報告標題
02/24	從陸股反彈談美國政策向右轉的中場休息
03/03	美國政府再臨關門危機，財政風險持續升高
03/10	加、墨與中國是川普關稅政策最大受害者，並擾亂市場共識形成
03/17	今年台灣經濟將穩健成長，即便考量川普加徵關稅，仍有望達 3% 中值
03/24	在動態不穩定中尋找策略定力：從海湖莊園協議到 FOMC 的應對啟示

美股週報

日期	報告標題
02/24	靜待 PCE/輝達財報指方向，本週市場觀望氛圍濃
03/03	ISM 製造業指數及美國非農就業數據，將左右本周盤勢表現
03/10	多重利空如履泥塗，關注短線止穩契機
03/17	關稅政策反覆，師場失去耐心與信心，靜待 FOMC 利率決策會議
03/24	標普週線連四黑後首見紅，短線有望迎反彈

日股週報

日期	報告標題
02/24	日圓或延續升勢且缺乏明確利多消息，限縮日股表現
03/03	低接買盤回補支撐日股；惟關稅不確定性或限制漲幅
03/10	日圓偏升、川普關稅政策不確定性依舊，日股或延續偏弱表現
03/17	內、外部利多因素料引導日股延續漲勢；惟漲幅或受日銀態度左右
03/24	正、負面因素交錯，料日經指數轉為區間震盪格局

原物料市場週報

日期	報告標題
02/25	庫德族將恢復原油出口，油價先升後降；經濟放緩、關稅政策擔憂，金價再創新高；川普關稅擔憂、美元走弱，全週銅價上漲
03/04	OPEC+ 宣布增產、市場擔憂經濟前景，油價再跌；投資人流動性壓力、獲利了結賣壓，打壓金價回落；關稅政策擾動、美元走強，銅價先升後降
03/11	OPEC+ 增產消息發酵、市場擔憂需求，油價再跌；美股重挫、投資人流動性需求增加，金價小跌作收；關稅政策擾動、德國巨量財政支出，激勵銅價收漲
03/18	庫存低於預期，但關稅及經濟放緩疑慮壓抑油價漲幅；關稅戰升溫以及政府關門擔憂，帶動金價勁揚；關稅政策擾動、中國經濟刺激政策，激勵銅價攀升
03/25	中東局勢、美對伊朗施壓以及關稅威脅推升油價；地緣政治升溫但關稅擔憂緩和，金價先上漲後拉回；美國搶運潮排擠全球銅供給，激勵銅價攀升

雙率週報

日期	報告標題
02/21	FOMC 評估量化緊縮操作，美元下跌
03/03	川普稱關稅如期上路，美元反轉走強
03/07	地緣政治風險降溫，歐元大漲
03/14	美歐關稅戰升溫，歐元漲勢暫受阻

總經策略報告

日期	報告標題
02/20	美日經濟穩健，惟關稅不確定性帶來波動
02/27	美經濟活動降溫，台灣景氣穩健
03/06	美國經濟動能放緩，全球面臨關稅干擾
03/13	美國勞動市場降溫，台日經濟穩健
03/20	川普政策不確定性高，美日央行謹慎觀望

元大觀點

日期	報告標題
02/27	美股財報 Review - 標普 500 指數 4Q24 獲利年增 11.9%，優於預期；上半年因政策不確定因素，個股進入評價調整期
03/03	2025 年企業債市場展望 - 政經不確定性導致波動度增，然降息循環下，仍有投資機會
03/06	美國金融業及債券 - 金融債券挑選衡量指標
03/13	俄烏停火後的歐洲投資展望 - 三大利多帶動歐股相對強勁

03/26	2025 年第二季匯市展望 - 川普重塑經濟秩序，偏好美元雙率雙低
-------	---

戰情分析

日期	報告標題
02/24	德國國會右傾，歐洲市場有望維持樂觀情緒
02/27	美股高貴，巴菲特 4Q24 依然保守，繼續減持股票增持流動性
03/04	美烏協議觸礁，或迫使歐盟加快國防自主步伐
03/05	關稅如期上路，美元利多出盡、不漲反跌
03/06	川普賣權沒有消失，只是市場太著急了
03/07	川普的「常識治國」與市場的不確定性
03/11	美財長稱需改變經濟運作模式，暗示低利率是必要條件
03/12	房市降溫、經濟前景不明，央行可望維持利率不變
03/13	與其說是衰退恐懼，不如說是「哭求川普賣權(Cry for Trump)」
03/14	短期數據扭曲放大 GDPNow 偏誤，投資人應平常心看待
03/18	FOMC 前瞻：觀望川普政策衝擊，或下修經濟成長預測
03/19	參院通過撥款法案，聯邦政府支出受控有利債市
03/20	聯準會降息方向不變，意在穩定金融體系及投資人信心
03/21	經濟前景蒙塵，台灣央行按兵不動
03/21	關稅戰及經濟放緩疑慮增強，美股挫低，投資人明顯轉移部位
03/24	電價調漲雖會帶來通膨壓力，但不至於改變今年穩健成長格局
03/25	台灣資金環境解析：資金水位穩定增長、流動性無虞

國際金融市場焦點

03/04	03/05	03/06	03/07	03/10	03/11	03/12	03/13	03/14	03/17
03/18	03/19	03/20	03/21	03/24	03/25	03/26			

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
02/24	美國 2 月 S&P Global PMI： 服務業回落收縮區間，但通膨並未升溫
03/03	美國 1 月 PCE 報告： 消費只是趨緩，但關稅可能讓通膨面臨上行風險
03/04	美國 2 月 ISM 製造業 PMI： 製造業持續擴張，惟需求轉弱訊號浮現
03/06	美國 2 月 ISM 服務業 PMI： 關稅擔憂暫時推高需求，服務業加速擴張
03/10	美國 2 月就業報告： 非農就業雖加速成長，但勞動市場降溫趨勢更加確立

03/13	美國 2 月 CPI： 通膨維持崎嶇降溫路徑，惟關稅影響尚未完全顯現
03/19	美國 2 月零售銷售、工業生產： 消費成長動能放緩，製造業生產加速回溫

日本

日期	報告標題
02/24	日本 1 月 CPI： 新鮮蔬果、米價飆漲，推動通膨加速上漲
03/03	日本 1 月工業生產： 生產活動尚不穩定，仍有待時間觀察
03/11	日本 1 月勞工薪資： 薪資成長趨勢維持，留意春鬥談判初步結果
03/20	日本 2 月進出口： 關稅政策促廠商提前拉貨，搭配日圓弱勢帶動出口
03/20	日本央行 3 月利率決議： 美國關稅政策不確定性，日銀謹慎態度因應
03/24	日本 2 月 CPI： 政府能源補貼壓抑通膨，實際物價增幅仍居高位

歐元區

日期	報告標題
03/25	歐元區 3 月 PMI： 德國財政刺激帶動經濟活動復甦，仍須注意關稅相關風險

台灣

日期	報告標題
03/03	台灣 1 月景氣指標： 燈號雖轉黃紅燈，但領先指標回升
03/06	台灣 2 月 PMI、NMI： 製造業轉為回暖、服務業暫時性降溫
03/10	台灣 2 月 CPI： 春節錯月效應消退，創近四年新低
03/10	台灣 2 月出口： 低基期與關稅提前拉貨帶動台灣出口達歷史同月最佳
03/21	台灣 2 月外銷訂單： AI 新興應用需求增加，外銷訂單成長穩健
03/26	台灣 2 月工業生產、零售餐飲： 工業生產開紅盤，零售餐飲遇冷風

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

© 2025 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 仁愛路三段 157 號 4 樓