

# 總體經濟週報

## 從市場對利率預期修正的反應經驗來看，本周 FOMC 會議不是太大的利空

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

吳昌樺

Hunter.Wu@yuanta.com

黃于珊

Sabrina.YS.Huang@yuanta.com

賴怡欣

YiSin.Lai@yuanta.com

### 評論

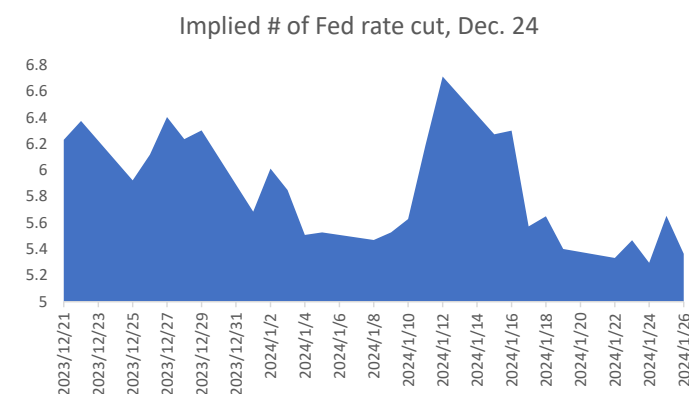
- 1/12~1/26 市場降息預期削弱，但股市依然充滿韌性的關鍵在於本次降息預期的下修主要反映在啟動降息後的降息速度，而不是首次降息時點的大幅後撤。
- 計算各個天期聯邦資金利率期貨隱含的利率減去聯邦資金有效利率代表累計降息預期變化量與標準普爾 500、美元指數、美國 10 年期公債殖利率、金價等資產的相關係數可以發現：即將到來的這次會期升降息預期變化對於各類資產價格變動的影響不大；下下次會期與下下次會期預期變化對於股市和匯市影響最大；金價對於降息預期的敏感度最大；對於 10 年期公債殖利率來說，降息預期的提高不一定意味著利率的走低。
- 對風險性資產來說最好的情境在於可預見的未來投資人都相信 Fed 可以降息(下下次會期與下下次會期)，但又不能夠立即降息(因為可能反映經濟基本面大幅惡化)。
- 考慮通膨降溫程度超乎預期以及勞動市場逐漸降溫，我們預期 Fed 不太可能會直接明白的表示上半年不會降息，這可以令市場只是將首次降息時點的預期向後推遲一次會期，但不會改變市場對於 Fed 可以降息的預期。
- 由於至今美國經濟仍然保持韌性，因此 Fed 仍然會表示維持緊縮貨幣政策立場一段時間來確保通膨不會死灰復燃，這樣的操作可能會進一步縮減累計降息預期，但對風險性資產影響有限。
- 未來一周市場將非常繁忙，最重要的關鍵在於周三的 FOMC 會議(1/31)，不過由於降息速度變化對於股市的影響不大，而在通膨與勞動市場降溫下，Fed 為了保留貨幣政策操作彈性，又不太會在這次會期直接表明上半年一定不會降息，因此不認為這次 FOMC 會議是太大的利空；美國將會公布兩個重要的勞動市場數據，分別是周二(1/30)的 JOLTs 職位空缺數，預料將持續減少，比較需要注意的是周五(2/2)的 1 月份就業報告，我們近期的報告表示，最近美國經濟與勞動市場數據的強勁，相當程度是反映年底的旺季，而 1 月份已經進入淡季，再加上許多質化的調查已經表明勞動市場已經降溫，因此預料 1 月份就業數據會較 12 月降溫；歐元區本周最重要的經濟數據是周二(1/30)的第四季 GDP 以及周四(2/1)的 1 月份通膨，我們預計第四季歐元區經濟將持續衰退，而通膨進一步的降溫將給予市場預期 ECB 將比聯準會更早降息的情況發生；中國將在周三(1/31)公布 PMI，從政府在 1 月下旬加碼推出刺激政策可知，中國經濟下行應該還沒有轉向，因此預料 PMI 將持續疲弱。
- 本周美國將進入超級財報周，在 1/29 發布的元大戰情分析可知，目前美股多頭主要是以 Magnificent 7 等大型科技股帶動，主要原因在於扣除這些大型科技股的其他類股、小型股、價值股的企業獲利仍在衰退邊緣掙扎，因此這些公司是否能夠持續回應市場期待繳出優於市場預期的營收與獲利將是決定本波軋空行情能走多久的關鍵，本周 Microsoft ( 1/31 )、Alphabet ( 1/31 )、Meta ( 2/2 )、Amazon ( 2/2 )、Apple ( 2/2 ) 將陸續公布財報，將牽動市場神經。

## 一、經濟觀點：從市場對利率預期修正的反應經驗來看，本周 FOMC 會議不是太大的利空

過去幾個交易日市場最顯著的特徵之一就是市場對於美歐央行降息預期的修正，1 月 12 日時美國公布低於預期的 CPI 後。市場原先一度還預期今年 Fed 會降息 7 碼，但 1 月 26 日時在超乎預期的經濟數據公布後，降息預期已經縮減至 5 碼(圖 1-1)，同樣的 2023 年 12 月 27 日時，由於預期經濟可能陷入衰退而迫使 ECB 不得不提早降息，當時市場原先預期 ECB 在 2024 年會降息 8 碼，但 1 月 23 日時一度修正至 5 碼，不過在 ECB 會議中拉加德暗示今年夏天可以降息後，又再度強化降息預期，導致市場預期今年降息的次數擴大到 6 碼，不過相比於去年底，降息預期次數也縮減了兩碼之多(圖 1-2)。

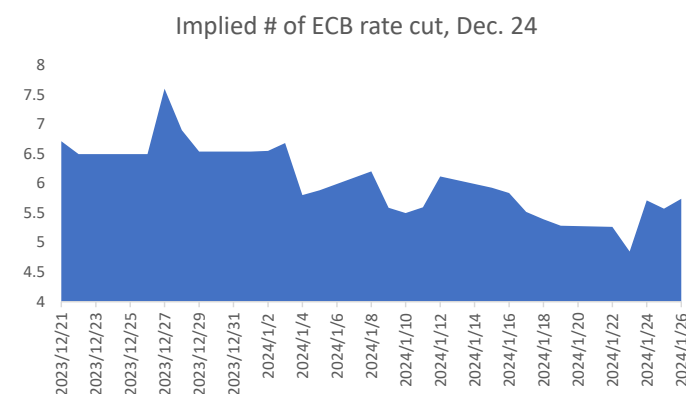
然而，股票市場並沒有因為過度降息預期的修正而出現動盪，1 月 12 日~1 月 26 日累計上漲 2.24%、而 Euro Stoxx 50 指數在 2023 年 12 月 27 日~2024 年 1 月 26 日累計上漲 2.36%。

圖 1-1：Implied # of Fed rate cut, Dec. 24



資料來源：Bloomberg、元大投顧

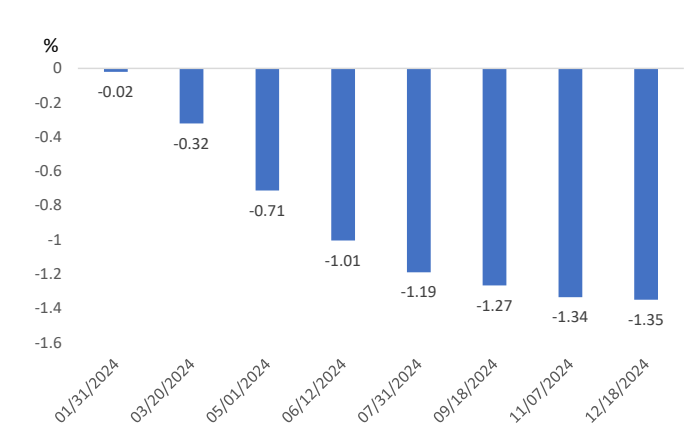
圖 1-2：Implied # of ECB rate cut, Dec. 24



資料來源：Bloomberg、元大投顧

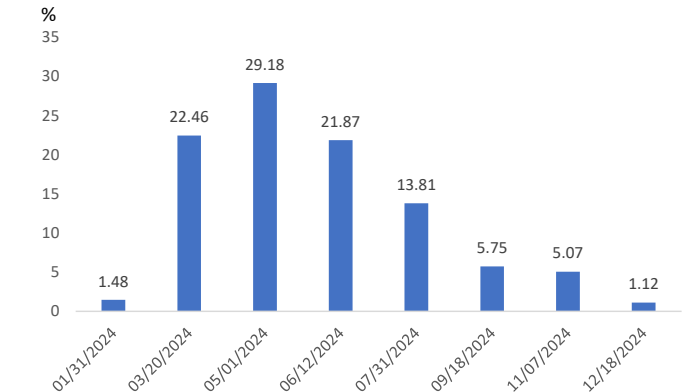
為什麼降息預期的調整沒有伴隨著股市的修正?為了回答這個問題，我們必須要拆解 1 月 12 日~1 月 26 日降息預期的調整到底發生在那幾次會期(圖 1-3、1-4)，可知推遲 3 月降息預期只能解釋 22%的降息預期變化，而今年 5 月~7 月這三次會期連續降息預期的消退是解釋降息預期降溫的關鍵(解釋了 64.9%的 2024 年降息預期)。易言之，過去半個月降息預期的消退主要反映的是降息速度，而不是降息時點明顯的後退。

圖 1-3：累計降息次數預期變化, 1/12 vs. 1/26



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-4：每次會期對於 2024 年累積降息次數, 1/12 vs. 1/26



資料來源：Bloomberg、元大投顧

我們利用 2022 年後每天的交易數據，計算各個天期聯邦資金利率期貨隱含的利率減去聯邦資金有效利率代表累計降息預期變化量與標準普爾 500、美元指數、美國 10 年期公債殖利率、金價等資產的相關係數(表 1-1)。可以歸納出幾點結論：

- 一、即將到來的這次會期升降息預期變化對於各類資產價格變動的影響不大: 近月聯邦資金利率期貨隱含的利率和聯邦資金利率差，與各類資產價格間的相關係數在正負 0.1 之間，呈現低度相關。也就是說市場對於一個月內要舉行的這次 FOMC 會議預期變化對於資產價格的影響有限。會有這樣結果並不令人意外，因為降息固然有助於風險性資產，但如果市場預期馬上要降息，一定是基本面出現顯著的惡化，這又不利於風險性資產，互相拉扯下導致即將到來的這次會期預期變化對於資產價格影響有限。
- 二、下下次會期與下下次會期預期變化對於股市和匯市影響最大: 相比於 FF1(近月期貨隱含的聯邦資金利率)-EFFR(聯邦資金有效利率)和股價與金價幾乎沒有相關，FF2-EFFR 和股價與金價的相關係數提高到-0.54、+0.41，呈現中度相關。而且 FF3-EFFR 和股價與美元指數的相關性更高，達到-0.64 及+0.45。可是 FF4~FF12 減去 EFFR 和股價與美元指數的相關係數就逐漸遞減，也就是說股票市場與外匯市場的投資人並不重視長期累計的降息幅度，他們更重視中期的降息預期(剛結束 FOMC 後的下下次會期與下下次會期，或者 FOMC 會議快要召開前的下下次會期與下下次會期)。
- 三、金價對於降息預期的敏感度最大:觀察 FF1~FF2 各天期所隱含的升降息預期，可發現金價在各個天期期貨的相關性程度都比起其他資產高，而且從 FF2~FF4 的解釋力逐漸攀高。
- 四、對於 10 年期公債殖利率來說，降息預期的提高不一定意味著利率的走低: 絕大多數人認為，美國 10 年期公債殖利率應該與各天期聯邦資金利率期貨隱含的利率路徑變化呈現正相關，但其實不然，FF1~FF12 減去 EFFR 與美國 10 年期公債殖利率的相關係數幾乎都小於零，而且相關性程度隨著天期的拉長而增強。這不意味著美國 10 年期公債殖利率不會受到聯邦資金利率路徑影響，而是聯準會升降息本身對於美國 10 年期公債殖利率影響最大，而中長期升降息預期路徑對於通膨預期影響較大，也就是說在聯準會降息循環時，儘管市場預期未來聯準會會繼續降息，但 10 年期公債殖利率的降幅不一定反映實際降息幅度，因為投資人認為大幅度的降息會提高通膨預期。

表 1-1：各月期累積升降息預期變化與資產相關係數

	SPX	DXY	10Y BOND	GOLD
FF1-EFFR	0.063774	-0.02184	-0.03824	-0.00936
FF2-EFFR	-0.54234	0.410277	-0.18972	-0.59972
FF3-EFFR	-0.6417	0.448101	-0.29775	-0.73156
FF4-EFFR	-0.62957	0.418527	-0.36886	-0.77595
FF5-EFFR	-0.61329	0.369655	-0.40113	-0.76503
FF6-EFFR	-0.59518	0.31722	-0.43583	-0.75318
FF7-EFFR	-0.56221	0.269854	-0.46584	-0.73638
FF8-EFFR	-0.52663	0.225035	-0.49397	-0.71263
FF9-EFFR	-0.49783	0.182071	-0.52111	-0.68914
FF10-EFFR	-0.47223	0.144487	-0.54785	-0.67243
FF11-EFFR	-0.44641	0.113929	-0.56753	-0.65498
FF12-EFFR	-0.42068	0.085283	-0.58537	-0.63813

資料來源：Bloomberg、元大投顧

綜合上述結果可知，對風險性資產來說最好的情境在於可預見的未來投資人都相信 Fed 可以降息(下下次會期與下下次會期)，但又不能夠立即降息(因為可能反映經濟基本面大幅惡化)。這就可以解釋，為什麼 1/12~1/26 降息預期的縮減之所以對股票市場影響有限，並不是因為 3 月降息預期的降溫對股票市場沒有影響，而是因為本次降息預期的縮減主要發生在 5 月~7 月這三次會期，也就是發生在 FF5~FF7 的部分。這樣的結果意味著，如果在本周 FOMC 會期中，如果 Fed 不僅表達 3 月可能不會降息(因為短期利率預期變化對於股市影響不大)，還加碼表示上半年不太可能降息、未來幾次會期不會降息來試圖大幅延後首次降息時點的預期，那麼股票市場還是必須要面臨 Fed 利率路徑校準的逆風。但反之，如果 Fed 只是表達不預期 Fed 會降息這麼多、預期利率路徑與 12 月點陣圖相當，只是試圖去調整市場對於降息的速度的，那麼對股票市場的影響就相對有限。

考慮到截至目前為止，美國通膨降溫的速度超乎預期(去年 12 月 Fed 預期 PCE 與核心 PCE 只會下滑到 2.8%及 3.2%，但實際上去年 12 月已經下滑到 2.6%及 2.9%)，加上褐皮書表示勞動市場逐漸降溫，為了不要把話說死，保留 Fed 貨幣政策的彈性(萬一真的不小心經濟跌落至衰退，Fed 可以馬上降息)，本次的 Fed 不太可能會直接明白的表示上半年不會降息。比較可能的作法是持續強調未來利率政策將是依循數據操作的方式，這可以令市場只是將首次降息時點的預期向後推遲一次會期。

相比之下，由於至今美國經濟仍然保持韌性，1/26 花旗經濟驚奇指數為 0.211，仍然超過象徵經濟數據優於預期的 0 分界點，因此預料將會強調維持偏緊的貨幣政策一段時間來確保通膨不會死灰復燃，試圖來降溫市場對於今年仍然有超過五碼以上的降息預期。

不過，考量到相比於降息的速度、累計降息幅度，只要 Fed 不要在這次會期試圖大幅延後市場首次降息的時間點預期，對市場的影響就都會太大。因此我們預期本次 FOMC 會期對於股票市場的影響是中性，並不會造成太大的風險。

## 二、一周經濟預覽：FOMC 會議預料將波瀾不驚，市場關注重點在重點美股財報

未來一周市場將非常繁忙，最重要的關鍵在於周三的 FOMC 會議(1/31)，不過由於降息速度變化對於股市的影響不大，而在通膨與勞動市場降溫下，Fed 為了保留貨幣政策操作彈性，又不太會在這次會期直接表明上半年一定不會降息，因此不認為這次 FOMC 會議是太大的利空；美國將會公布兩個重要的勞動市場數據，分別是周二(1/30)的 JOLTs 職位空缺數，預料將持續減少，比較需要注意的是周五(2/2)的 1 月份就業報告，我們近期的報告表示，最近美國經濟與勞動市場數據的強勁，相當程度是反映年底的旺季，而 1 月份已經進入淡季，再加上許多質化的調查已經表明勞動市場已經降溫，因此預料 1 月份就業數據會較 12 月降溫；歐元區本周最重要的經濟數據是周二(1/30)的第四季 GDP 以及周四(2/1)的 1 月份通膨，我們預計第四季歐元區經濟將持續衰退，而通膨進一步的降溫將給予市場預期 ECB 將比聯準會更早降息的情況發生；中國將在周三(1/31)公布 PMI，從政府在 1 月下旬加碼推出刺激政策可知，中國經濟下行應該還沒有轉向，因此預料 PMI 將持續疲弱。

本周美國將進入超級財報周，在 1/29 發布的元大戰情分析可知，目前美股多頭主要仍然是以 Magnificent 7 等大型科技股帶動，主要原因在於扣除這些大型科技股的其他類股、小型股、價值股的企業獲利仍在衰退邊緣掙扎，因此這些公司是否能夠持續回應市場期待繳出優於市場預期的營收與獲利將是決定本波軋空行情能走多久的關鍵，本周 Microsoft ( 1/31 )、Alphabet ( 1/31 )、Meta ( 2/2 )、Amazon ( 2/2 )、Apple ( 2/2 ) 將陸續公布財報，將牽動市場神經。

除此之外，本周重要的經濟數據還有：

- 週二(1/30)日本就業報告：由於服務業持續成長，勞動市場維持穩健擴張，市場預期失業率將持平於 2.5%。
- 週二(1/30)歐元區 1 月份經濟信心指數：考量到製造業廠商對於新一年的銷售前景，正在逐漸轉趨樂觀，預期將可看見進入庫存回補階段的訊號，至於服務業商家在看待來年的銷售展望時，目前的態度也十分正向，因此也可望看到商業活動更加活絡的跡象。
- 週二(1/30)歐元區第四季 GDP 初值：由於景氣下行的趨勢大致告終，因此經濟負成長的情勢不至於更加嚴重，研判可望出現落底徵兆。
- 周三 ( 1/31 ) BOJ 會議意見摘要：官員料表示達成通膨目標的可能性升溫，但寬鬆大方向不變，留意是否提及負利率政策的退場時點。
- 周三 ( 1/31 ) 台灣 2023 年第 4 季 GDP：考量去年第 4 季貿易順差年增率加速至 136%，提升淨外需對 GDP 貢獻；去年第 4 季出口年率擺脫前 3 季的衰退，重返成長，去年第 4 季製造業 PMI 高於去年第 3 季及 2022 年同期，去年第 4 季非製造業 NMI 高於去年第 3 季及 2022 年同期，並持平長期平均水準，去年第 4 季工業生產年減幅收斂至 6 季來最小，有助投資動能恢復；去年第 4 季零售業營業額年成長持續放緩，但仍增加 4.4%，餐飲業營業額連續第 9 季成長，年增幅儘管持續收斂，但仍高達 8.9%，加上消費者信心上揚至 2022 年第 1 季後新高，維繫民間消費；去年第 4 季台灣經濟轉為衰退，低基期因素有利今年第 4 季 GDP 年增率攀升，預期在基本面恢復與低基期的大力加持下，今年第 4 季台灣 GDP 年增率將有頗為亮眼的表現。



- 周三（1/31）中國官方製造業 PMI：適逢外部需求淡季，內部消費亦持續降溫，市場預期數據為 49.3，與前值 49 相去不遠，恐連續四個月衰退。
- 週四(2/1)FOMC 決議：考量到聯準會在褐皮書當中，不只沒有針對勞動市場、通膨的評估特別提出可能會復燃的疑慮點，還警示 2024 年的三大經濟風險，意味著這次釋出的年內降息訊號，將較去年 12 月份的會議更加明確。
- 週四(2/1)美國 12 月份 ISM 製造業 PMI：隨著季節性提振因子消退後，製造業景氣相較於去年年底，料將出現降溫的情勢。
- 週四(2/1)歐元區 1 月份 CPI 初值：有鑑於勞動市場目前還是處於偏緊的狀態，這將會使得服務業通膨仍然較為具有黏性，因此核心通膨恐怕難以比擬 2023 年下半年快速降溫的情勢。
- 週四（2/1）台灣 1 月製造業 PMI：鑒於訂單能見度偏低，客戶持續去庫存，導致業者加速減產，削減存貨，並減少採購及用人需求，預期 1 月製造業 PMI 仍將保持緊縮。
- 週四（2/1）台灣 1 月非製造業 NMI：考量訂單能見度仍佳，商業活動加速升溫，業者對前景更加樂觀，且持續招募人力，轉嫁上漲成本，預期 1 月非製造業 NMI 仍將保持擴張。
- 週五(2/2)就業報告：考量到勞動力持續流入就業市場，加上企業招聘的意願也日益減弱，因此供需吃緊的情勢料將獲得舒緩。

表 2-1：美國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
01/30/24	FHFA 房價指數月比	--	0.30%
01/30/24	經濟諮詢委員會消費者信心	111.1	110.7
01/30/24	JOLTS 職缺	--	8790k
01/30/24	達拉斯聯準服務業活動	--	-8.7
01/31/24	MBA 貸款申請指數	--	--
01/31/24	ADP 就業變動	130k	164k
01/31/24	MNI 芝加哥採購經理人指數	48.2	46.9
01/31/24	美國能源部美國原油庫存	--	--
02/01/24	FOMC 會議	--	--
02/01/24	首次申請失業救濟金人數	--	--
02/01/24	ISM 製造業指數	47.2	47.4
02/02/24	非農業就業人口變動	155k	216k
02/02/24	失業率	3.70%	3.70%
02/02/24	平均時薪(月比)	0.30%	0.40%
02/02/24	工廠訂單	0.50%	2.60%
02/03/24	Baker Hughes 美國鑽機數	--	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-2：日本未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
01/31/24	零售銷售(年比)	--	5.30%
01/31/24	工業生產(年比)	--	-1.40%
01/31/24	消費者信心指數	--	37.2

01/31/24	新屋開工戶數(年化)	--	0.775m
02/02/24	貨幣基數(年比)	--	7.80%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-3：歐元區未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
01/30/24	GDP 經季調(年比)	--	0.00%
02/01/24	CPI 核心(年比)	--	3.40%
02/01/24	失業率	--	6.40%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-4：台灣未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
01/31/24	GDP 年比	--	2.32%
02/01/24	標普全球臺灣製造業採購經理人指數	--	47.1

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-5：中國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
01/31/24	官方製造業 PMI	--	49
02/01/24	財新中國製造業採購經理人指數	--	50.8

資料來源: Bloomberg、元大投顧

三、一周經濟回顧

美國

美國上週公佈的 12 月份 PCE 報告中，雖然消費者在大量的儲蓄消耗下，支出動能表現強勁，但聯準會早就在先前公佈的褐皮書已表明，這僅是符合預期的季節性因素所致，這同時也代表著聯準會並不認為有多餘的消費動能需要透過緊縮政策去進一步打壓，反倒是隨著超額需求確定於年底用罄，將令 2024 年景氣面臨潛在的風險，因此預期聯準會在本週的 FOMC，將會釋出相比於去年 12 月份更加清晰的降息訊號。

日本

回顧上週，日銀如預期按兵不動，著眼於薪資成長依舊溫和、自民黨醜聞持續延燒；在景氣展望中，2024 財年 GDP 上修至 1.2%，反映刺激政策的效果，明年持平於 1%，皆高於長期均值 0.8%，此外，由於外生性因素消退，2024 財年不含新鮮食物 CPI 下修至 2.4%，2025 財年上調至 1.8%，核心 CPI 則雙雙持平於 1.9%，顯示中長期下通膨低於 2%目標，總裁也

表示在負利率退場後，政策仍將保持寬鬆，呼應央行通膨預估及自民黨的政策傾向；由此看來，Fed 政策依舊是決定日圓後市的關鍵。

## 歐元區

歐元區上週公佈 ECB 決議，雖然政策利率、購債計畫都維持不變，但卻強調目前的貨幣政策施政方針是依循數據操作，這就代表著需要等到年中薪資協商都已結束後，才能確立薪資成長率的下行趨勢，所以總裁拉加德也表明，委員會的內部共識是目前討論降息還維持過早，並且重申降息循環預期到夏季才會啟動。

## 台灣

去年 12 月外銷訂單再轉衰退，且意外重挫 16%，減幅之大超乎預期，不只跌破市場預測區間-5%~1.9%、經濟部統計處預測區間-8%~-4.2%下界，且創下 2023 年 6 月以來最差成績，反映外需恢復依然有限，整體仍顯疲軟不振，以至於難以抵銷 2022 年同期中國解除防疫封控，明顯墊高比較基數的不利效應。去年 12 月季調失業率回升 0.03 個百分點至 3.4%，但是符合市場預期，且居 2000 年 12 月後次低，勞動參與率也呈現上揚態勢，反映勞動市場持穩。去年 12 月工業生產年減 3.99%，連續 19 個月低於上年同期，且未如市場預期改善，反映終端需求依然疲弱，導致大部分產品均減產。去年 12 月零售業營業額年率滑落至 1.1%，意外跌破經濟部統計處預測區間 2.8%~5.8%，但前月表現優異，且主因是農曆年節較晚與氣溫偏暖遞延消費需求，整體仍具成長動能。去年 12 月餐飲業營業額年率連續 3 個月放緩至 7.5%，但仍高於預期及長期平均，反映節慶商機與後疫情時代旅運需求釋放。去年 12 月 M2 貨幣供給年增率持續下滑至 5.3%，但仍處央行成長參考區間 2.5%~6.5%偏上位置，顯示資金相對充裕。去年 12 月央行議事錄維持利率不變，但理事們普遍擔憂通膨能否穩定趨勢向下，以及可能導致民眾通膨預期升溫問題，並不排除未來有進一步緊縮可能性。去年 12 月台灣景氣指標續亮黃藍燈，同時指標不含趨勢指數升速趨緩，但領先指標不含趨勢指數加速上升，反映儘管當前景氣好轉步伐放緩，但前景能見度反而漸趨明朗。

## 中國

回顧上週，市場對於中國景氣信心不足，導致陸股持續下挫，迫使人行 1/24 無預警宣布降準 0.5%，估計釋放 1 兆人民幣的資金；由於中國面臨房市危機及美國制裁的雙重困境，普遍預期今年 GDP 增速將跌破 5%，同時還面臨通縮壓力，此外，隨著國際收支惡化，資金池成長降溫，中小銀行存款動能更持續流失，進一步限縮銀行的授信能力；由此看來，人行透過降準以釋放流動性及刺激信貸，藉此穩定景氣動能及避免房市的流動性危機，同時牽制人民幣的回升空間。

## 經濟數據評析：

### (一)美國

#### 3-1-1. 美國 12 月份領先指標：經濟體具有韌性，美國景氣可望以軟著陸的型態落底

美國經濟諮詢委員會於 1 月 22 日公佈的 12 月份領先指標，由前月的月減 0.5%，收斂致月減 0.1%，且高於市場預期月減 0.3%。

就細項而言，受惠於房貸利率回落，房市景氣築底，營建許可狀況改善，成為帶動領先指標收斂的關鍵因素之一；此外，由於年底假期所帶來的季節性效應發酵，製造業平均每週工時、平均每週初領失業金人數、消費者平均景氣預期紛紛改善，也是幫助領先指標收斂的重要原因。

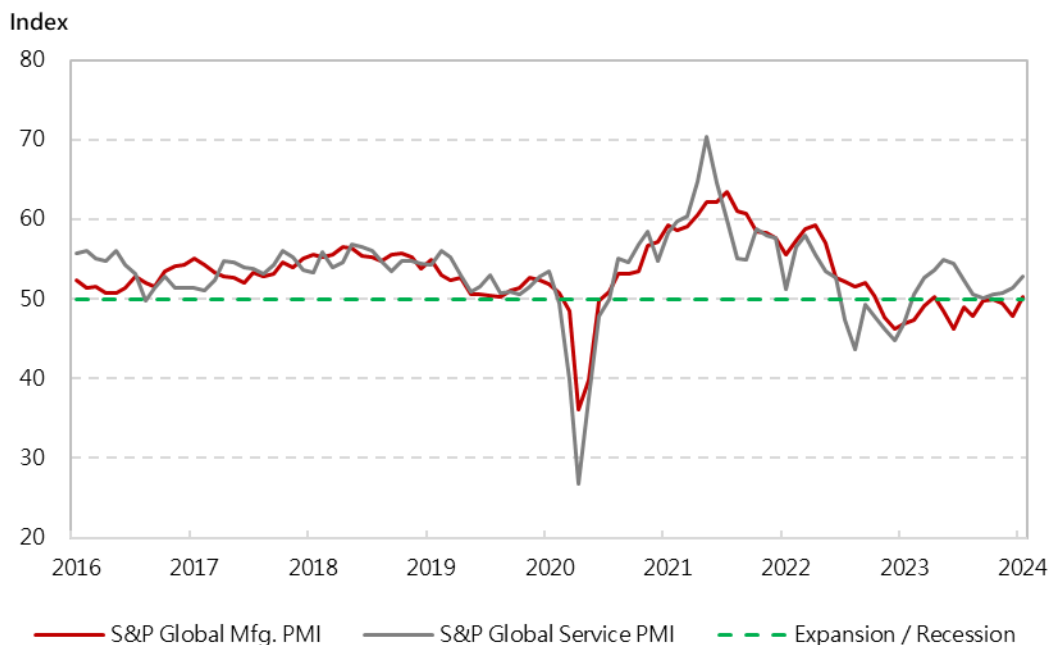
值得注意的是，雖然製造業平均每週工時、平均每週初領失業金人數、消費者平均景氣預期出現改善，但可以發現到製造業新訂單當中，不論是整體數字，又或者從消費財訂單、原料訂單、資本財訂單來看，都出現下滑的狀況，反應景氣前景依舊不甚明朗，這也是為什麼領先指標還是維持在月減的狀態。

整體而言，持續月減的領先指標，代表美國景氣還是處在降溫的階段，只是較輕微的月減幅，顯示目前經濟體仍然十分具有韌性，美國景氣可望以軟著陸的型態落底。

#### 3-1-2. 美國 1 月份 S&P Global PMI：訂單狀況好轉、原料價格攀升，通膨具有潛在的回溫壓力

即便服務業較低的產出售價通膨，使得整體通膨創下 2020 年 5 月份以來的最小漲幅，但考量到製造業的產出售價通膨正在加速，而且不論是服務業還是製造業，需求狀況都有所好轉，這將使得整體通膨存在著回溫的風險，因此升息循環在去年 12 月中旬結束之後，聯準會料將無意急於啟動降息循環，研判將會維持高利率政策一段期間，這也合理解釋為什麼市場在去年 12 月下旬，原本認為今年第一季底啟動降息循環的機率超過 90%，但如今認為今年第一季底啟動降息循環機率卻連 40%都不到。

圖 3-1-2-1：美國 S&P Global PMI



資料來源: Bloomberg、元大投顧

## 數據總覽

私部門調研機構 S&P Global 於 1 月 24 日公佈美國 1 月份 PMI：首先，製造業 PMI 由前月的 47.9 彈升至 50.3，除了並未如市場預期般下降至 47.6 之外，更創下十五個月以來的新高水平；此外，服務業 PMI 由前月的 51.4 攀升至 52.9，除了高於市場預期 51.5 之外，還創下七個月以來的新高水平，更是連續第四個月較前月攀升。(圖 3-1-2-1)

## 訂單能見度改善，製造業開始回補庫存

客戶對於新一年終端需求改善的期待，加上客戶的緩衝庫存耗盡，除了使得製造業的新訂單自 2023 年 10 月份以來首次出現增長之外，而且還創下 2022 年 5 月份以來最快的增長速度，廠商的樂觀情緒因而受到提振。因此廠商除了開始進行新設備的投資之外，在各項一般營運活動上也出現改善；其中，廠商的產出雖然還是處在下降的狀態，但相比於去年底，下降的速度確實出現放緩；此外，廠商對於未來幾個月更多訂單的預期，使得採購活動、生產前庫存兩個的降幅都有所收斂，而生產後庫存甚至是重新回歸擴張狀態，創下 2022 年 11 月份以來最佳的表現；至於，開始改善的拉貨力道，疊加暴風雪造成的物流堵塞，使得供應商交貨時間睽違一年多來首度呈現延長的狀態。值得注意的是，由於需求狀況好轉，同時運輸價格、燃料成本都有所增加，製造業的投入成本通膨因而創下 2023 年 4 月份以來的最高水平，所以廠商在維持利潤的考量下，將較高的成本壓力轉嫁給客戶，造成製造業的產出售價通膨也創下 2023 年 4 月份以來的最大增速。

## 需求更加強勁，服務業增加人員聘僱



受惠於客戶的相互推薦，加上客戶樂觀展望 2024 年，帶動服務業的新訂單創下七個月以來最為強勁的增加。為了因應熱絡的需求，商家也持續維持產出的成長。但即便如此，由於新訂單的流入速度大於商家的產出速度，積壓訂單因而自去年 4 月份以來首度成長。商家為了確保在未來幾個月能夠妥善應付這些訂單，也因此持續增加招聘。值得注意的是，雖然商家對於雇員存在需求，可是受惠於勞動市場的供給狀況已有顯著的改善，因此薪資對於商家的成本壓力有限，再加上商家為了維持具有競爭力的訂價以吸引新訂單的持續流入，因此服務業的產出售價通膨創下 2020 年 6 月份以來的最低水平。

總結

綜上所述，即便服務業較低的產出售價通膨，使得整體通膨創下 2020 年 5 月份以來的最小漲幅，但考量到製造業的產出售價通膨正在加速，而且不論是服務業還是製造業，需求狀況都有所好轉，這將使得整體通膨存在著回溫的風險，因此升息循環在去年 12 月中旬結束之後，聯準會料將無意急於啟動降息循環，研判將會維持高利率政策一段期間，這也合理解釋為什麼市場在去年 12 月下旬，原本認為今年第一季底啟動降息循環的機率超過 90%，但如今認為今年第一季底啟動降息循環機率卻連 40%都不到。

表 3-1-2-1：美國 S&P Global PMI 數據統計表

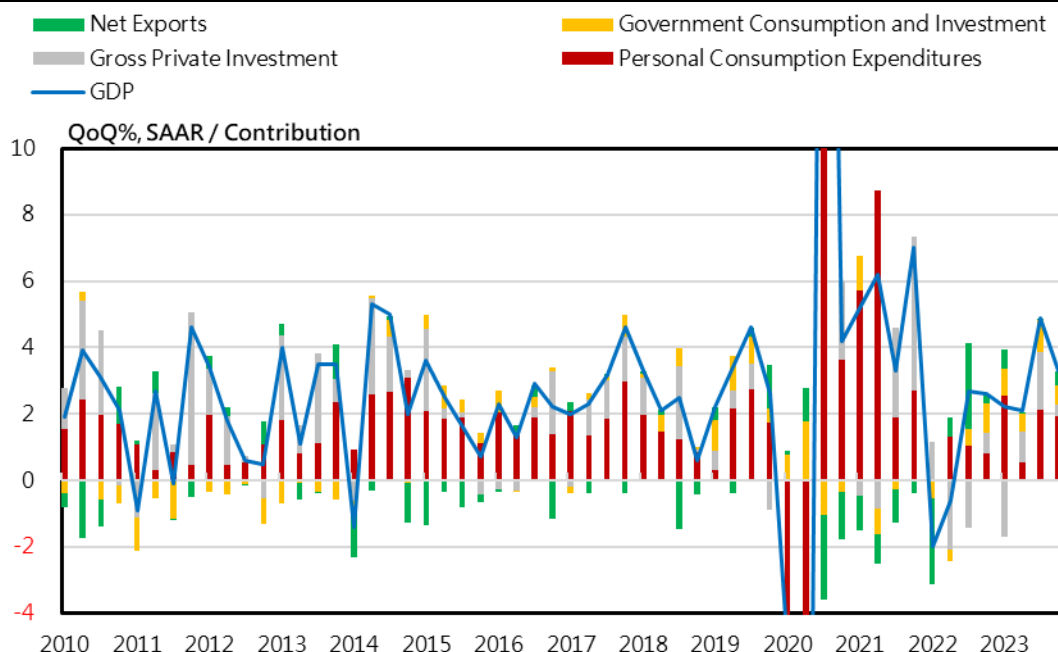
Index	2024 Jan	2023 Dec	2023 Nov	2023 Oct	2023 Sep	2023 Aug
製造業 PMI	49.4	50.0	49.8	47.9	49.0	46.3
服務業 PMI	50.8	50.6	50.1	50.5	52.3	54.4

資料來源：Bloomberg、元大投顧

3-1-3. 美國第四季 GDP：季節性因素充分發酵，GDP 增速持續高於長期平均

個人消費支出動能仍然相對強勁，成為 GDP 增速仍顯著高於長期平均的主因。縱然聯準會冀望在這次的政策操作循環當中，同時達到經濟軟著陸、通膨回歸 2%這兩項目標，而目前的情勢卻是表明這是有望實現的；然而，畢竟聯準會最主要的職責還是引導通膨回歸 2%，因此既然目前經濟狀況較為穩健，就代表著聯準會具有更多的空間，得以將政策利率維持在限制性水平，所以即便目前市場認為全年降息幅度有望達到六碼之多，但研判聯準會將不會急於進入降息循環，避免徒增通膨復燃的風險。

圖 3-1-3-1：美國 GDP



資料來源: Bloomberg、元大投顧

## 數據總覽

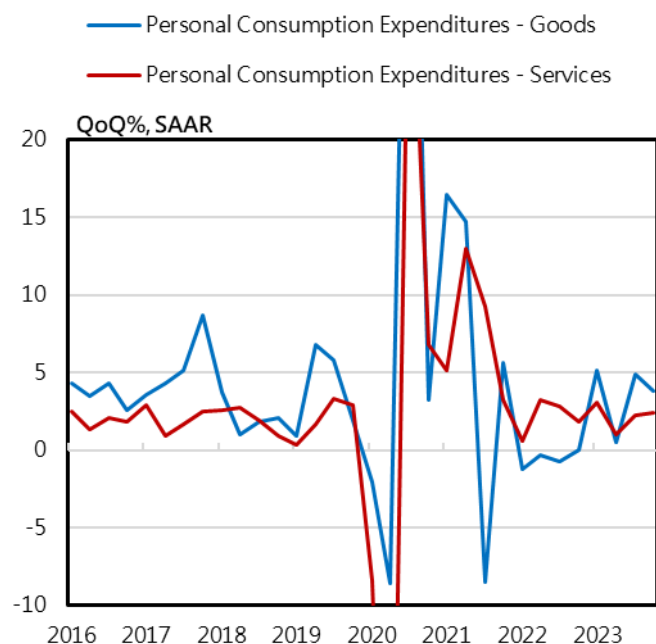
美國經濟分析局於 1 月 25 日公佈的美國第四季 GDP，年化季增率雖由前季的 4.9% 下降至 3.3%，但仍明顯高於市場預期 2.0%，也顯著高於聯準會認為的長期平均水平 1.8%；此外，GDP 價格指數年化季增率，由前季的 3.3% 大幅回落至 1.5%，甚至低於市場預期 2.2%；至於，核心 PCE 價格指數年化季增率為 2.0%，則與前季持平，同時也符合市場預期。(圖 3-1-3-1)

## 季節性因素充分發酵，個人消費支出動能仍然相對強勁

進入第四季後，西方國家幾個重要的傳統大節到來，包括 10 月份的感恩節，以及 12 月份的聖誕節，再加上該期間民眾仍有著最後一筆的超額儲蓄，因此個人消費支出年化季增率，僅由前季的 3.1% 小幅下降至 2.8%，不但高於市場預估 2.5% 之外，也還是明顯高於長期平均水平 2.3%。

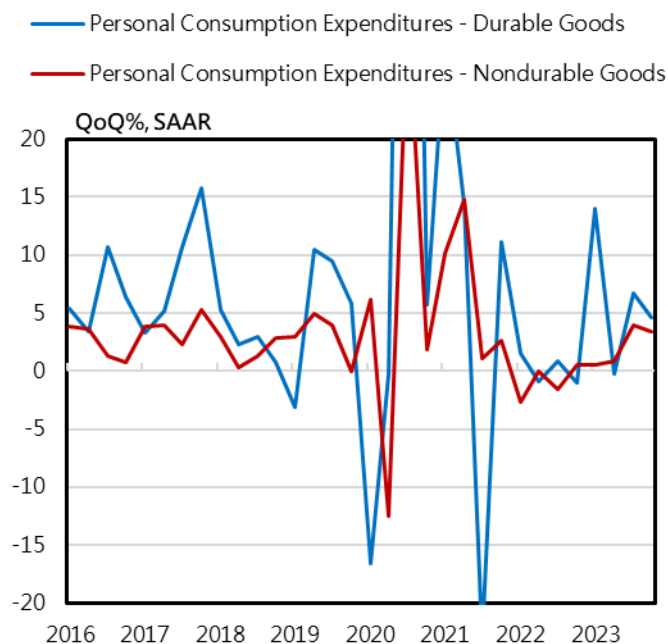
就細項而言，個人商品消費支出年化季增率，由前季的 4.9% 下降至 3.8%，下降幅度相對顯著，主因高利率政策的發酵，造成民眾在較為仰賴信貸的大額支出上縮手所致，個人耐久財商品消費支出年化季增率因而由 6.7% 明顯下降至 4.6%，但由於過節的需求，搭配上超額儲蓄及穩健薪資的支撐，因此民眾在一般民生用品的開支仍不手軟，令個人非耐久財商品消費支出年化季增率僅由 3.9% 下降至 3.4%。另一方面，在季節性因素的激勵下，個人服務消費支出年化季增率甚至進一步走揚，由前季的 2.2% 攀升至 2.4%，其中個人運輸服務消費支出年化季增率，由前季的 0.9% 躍升至 6.0%，而個人餐飲及住宿消費支出年化季增率在前季高達 7.1% 後，更進一步攀升至 7.6%，都凸顯出返鄉、聚餐的需求，至於個人醫療保健消費支出年化季增率，由前季的 2.7% 攀升至 3.4%，則是受到進入傳統流感期間的影響。(圖 3-1-3-2、圖 3-1-3-3)

圖 3-1-3-2：個人消費支出-商品 &amp; 服務



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-3-3：個人消費支出-耐久財商品 &amp; 非耐久財商品



資料來源：Bloomberg、元大投顧

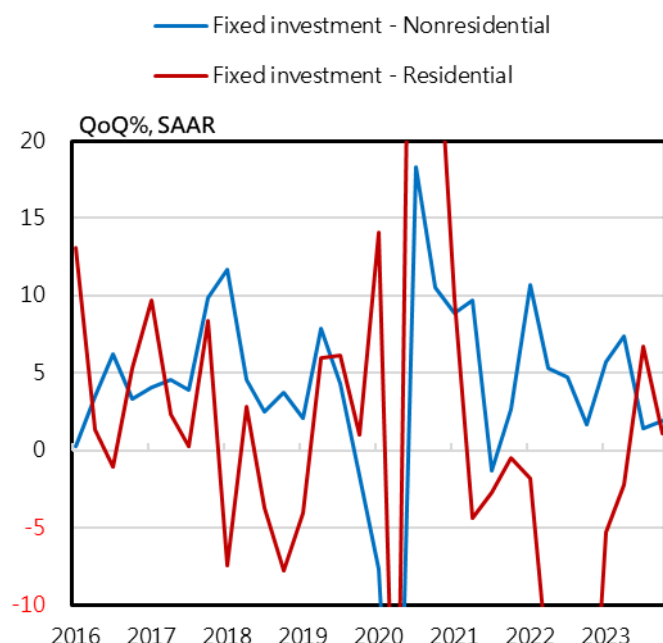
### 庫存補充潮消退，民間投資動能降溫

為了因應第四季消費旺季的需求，零售商一度加速補充庫存，加上工廠也停止去化庫存，使得民間存貨變動對於整體 GDP 的貢獻度，一度高達 1.3 個百分點，進而帶動民間國內投資毛額年化季增率高達 10.0%；然而，隨著庫存堆積的需求消退，民間存貨變動對於整體 GDP 的貢獻度也回落至 0.1 個百分點，與第二季的 0.0 個百分點相去不遠，同時民間國內投資毛額年化季增率也回落至 2.1%。除此之外，高利率、高保險費率、降低的收入與儲蓄，則令住宅投資年化季增率，由前季的 6.7%驟降至 1.1%，也是壓抑民間投資動能的因素之一。值得注意的是，由於新的一年即將到來，部份廠商對此充滿期待，因此已經開始提前佈局，使得商業投資年化季增率，由前季的 1.4%小幅攀升至 1.9%。(圖 3-1-3-4)

### 債務上限問題所造成的擾動結束，政府支出動能漸歸常態

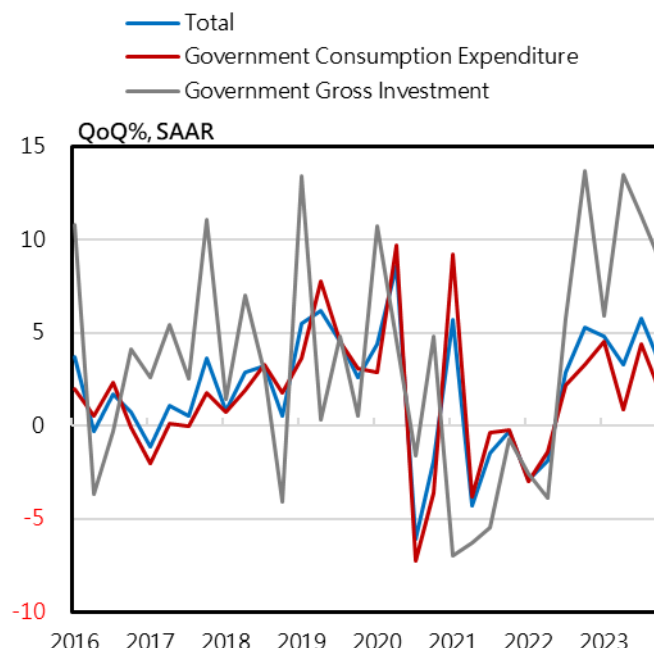
政府由於在上半年碰到了債務上限的問題，使得支出動能受到限制，因此隨著進入第三季後，兩黨協商使得政府得以自由舉債，政府也因此加強開支以彌補上半年落後的開支計畫，推升政府消費及投資毛額年化季增率高達 5.8%。爾後，時序來到第四季，債務上限造成的開支計畫擾動結束，政府支出動能也逐漸回歸常態，政府消費及投資毛額年化季增率因而回落至 3.3%。(圖 3-1-3-5)

圖 3-1-3-4：固定投資



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-3-5：政府消費支出及投資毛額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 整體通膨大幅降溫，核心通膨也穩定維持在 Fed 政策目標附近

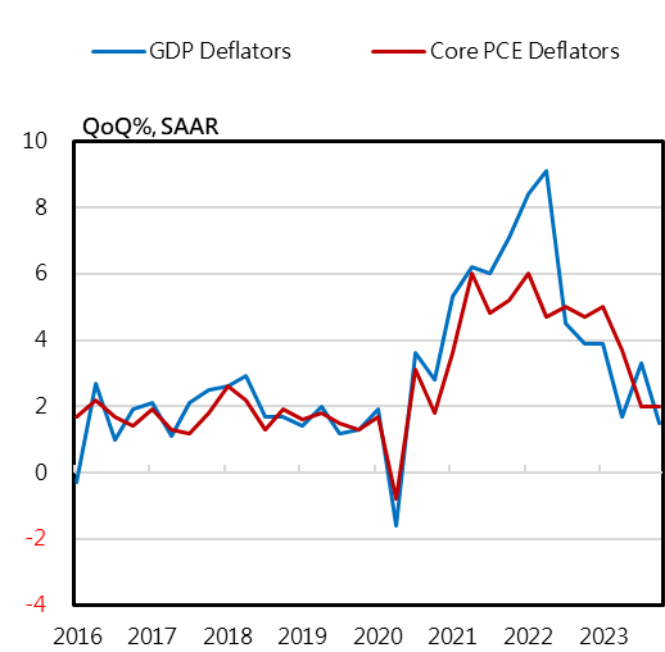
第四季 GDP 價格指數年化季增率，由前季的 3.3%驟降至 1.5%，不但大致維持 2022 年第二季以來的下行趨勢之外，更創下 2023 年 9 月份以來的新低水平，主要受惠於國際能源、農產品價格的顯著回落。另一方面，第四季核心 PCE 價格指數年化季增率為 2.0%，除了延續 2022 年第一季以來的下行趨勢之外，還維持在 2021 年第一季以來的新低水平，更是與聯準會的政策目標相符，反映勞動市場漸趨平衡之後，企業轉嫁雇用成本的力道也隨之減弱。(圖 3-1-3-6)

### 結論

縱然聯準會冀望在這次的政策操作循環當中，同時達到經濟軟著陸、通膨回歸 2%這兩項目標，而目前的情勢卻是表明這是有望實現的；然而，畢竟聯準會最主要的目標還是通膨回歸 2%，因此既然目前經濟狀況較為穩健，就給予聯準會更多空間，得以將政策利率維持在限制性水平，所以即便目前市場認為全年降息幅度有望達到六碼之多，但研判聯準會將不會急於進入降息循環，避免徒增通膨復燃的風險。(圖 3-1-3-7)

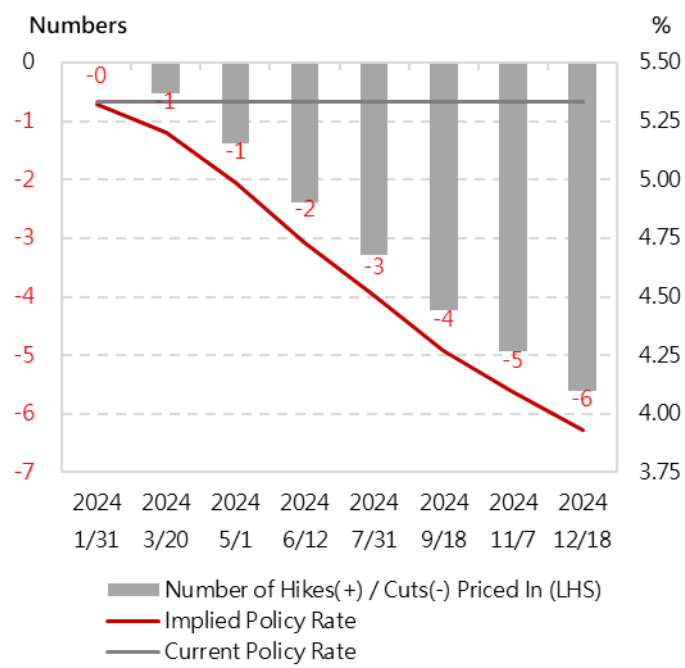


圖 3-1-3-6：價格指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-3-7：市場降息預期



資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 3-1-3-1：GDP 數據統計表

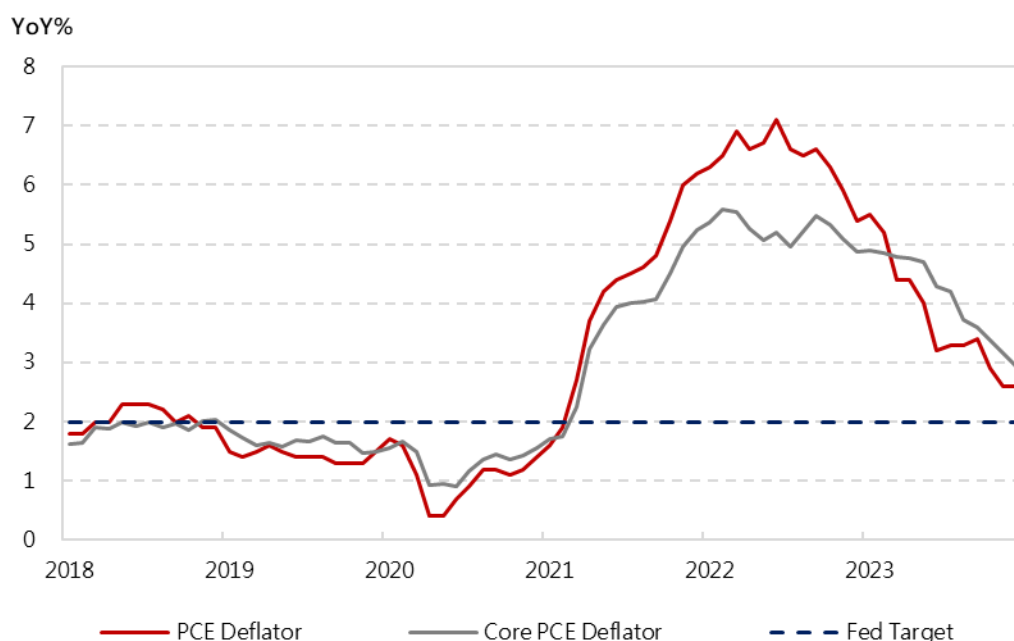
QoQ%, SAAR	4Q23	3Q23	2Q23	1Q23
GDP	3.3	4.9	2.1	2.2
個人消費支出	2.8	3.1	0.8	3.8
商品	3.8	4.9	0.5	5.1
耐久財	4.6	6.7	-0.3	14.0
非耐久財	3.4	3.9	0.9	0.5
服務	2.4	2.2	1.0	3.1
民間國內投資毛額	2.1	10.0	5.2	-9.0
固定投資	1.7	2.6	5.2	3.1
非住宅	1.9	1.4	7.4	5.7
住宅	1.1	6.7	-2.2	-5.3
民間存貨變動	28.0	73539.0	-90.9	-99.9
商品與勞務輸出	6.3	5.4	-9.3	6.8
商品與勞務輸入	1.9	4.2	-7.6	1.3
政府消費支出及投資毛額	3.3	5.8	3.3	4.8
政府消費支出	1.8	4.4	0.9	4.5
政府總投資	8.8	11.3	13.5	5.9
平減指數				
GDP 平減指數	1.5	3.3	1.7	3.9
核心 PCE 平減指數	2.0	2.0	3.7	5.0

資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 3-1-4. 美國 12 月份 PCE：通膨延續下行趨勢、消費轉弱風險增加，聯準會的降息訊號將更加清晰

雖然薪資成長率下降，壓抑消費者收入，但由於聖誕節為西方國家最為重要的節慶，加上民眾大量消耗儲蓄，所以消費者支出動能反而相當強勁。從率先公布的 1 月份褐皮書來看，聯準會認為年底的消費動能轉強，已大致在預期之中，意味著並無多餘的消費動能需要透過緊縮政策去進一步打壓，反倒是隨著超額需求的耗盡，聯準會已將整體需求的疲弱，視為 2024 年景氣可能會遭遇的潛在逆風之一，再搭配上核心通膨持續朝向政策目標 2% 收斂，而且勞動市場由緊轉鬆的跡象也愈發明確，預期聯準會在 1 月底的 FOMC，將會釋出相比於去年 12 月份更加清晰的降息訊號。

圖 3-1-4-1：PCE 平減指數(年增率)

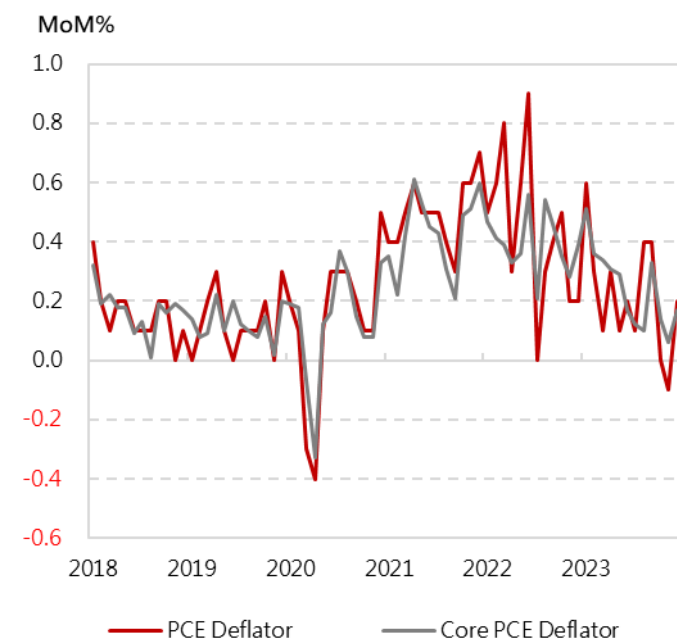


資料來源: Bloomberg、元大投顧

### 數據總覽

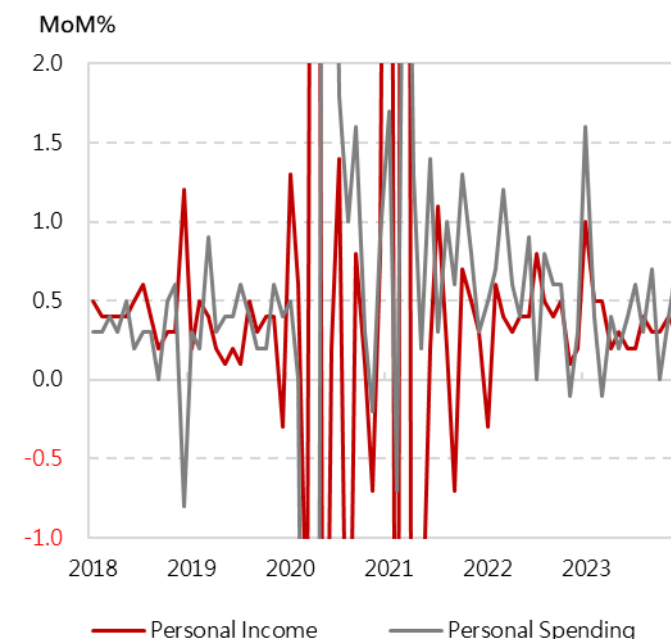
美國經濟分析局於 1 月 26 日公佈 12 月份 PCE 報告：首先，個人所得月增率由 0.4% 下降至 0.3%，符合市場預期 0.3%；此外，個人消費支出月增率由 0.4% 攀升至 0.7%，高於市場預期 0.5%；再者，PCE 平減指數月增率由 -0.1% 攀升至 0.2%，符合市場預期 0.2%，而年增率則受基期因素影響而持平在 2.6%，符合市場預期 2.6%；至於，核心 PCE 平減指數月增率由 0.1% 攀升至 0.2%，符合市場預期 0.2%，而年增率則受基期因素影響而由 3.2% 下降至 2.9%，低於市場預期 3.0%。(圖 3-1-4-1、圖 3-1-4-2、圖 3-1-4-3)

圖 3-1-4-2：PCE 平減指數(月增率)



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-4-3：消費者收入 &amp; 消費者支出



資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 薪資成長率下降，壓抑消費者收入

12 月份個人所得月增率之所以由 0.4% 下降至 0.3%，主要是由於員工薪酬月增率由 0.5% 下降至 0.4% 所致，其中商品生產業員工薪酬月增率由 1.0% 驟降至 -0.3%，睽違一年以來首度出現負成長，主要反映年末的生產淡季，廠商雇員需求減少，而服務提供業員工薪酬月增率則持平在偏高的 0.5%，主要是由於恰逢聖誕節、新年假期的接連到來，商家因而增加人力的配置。(圖 3-1-4-4)

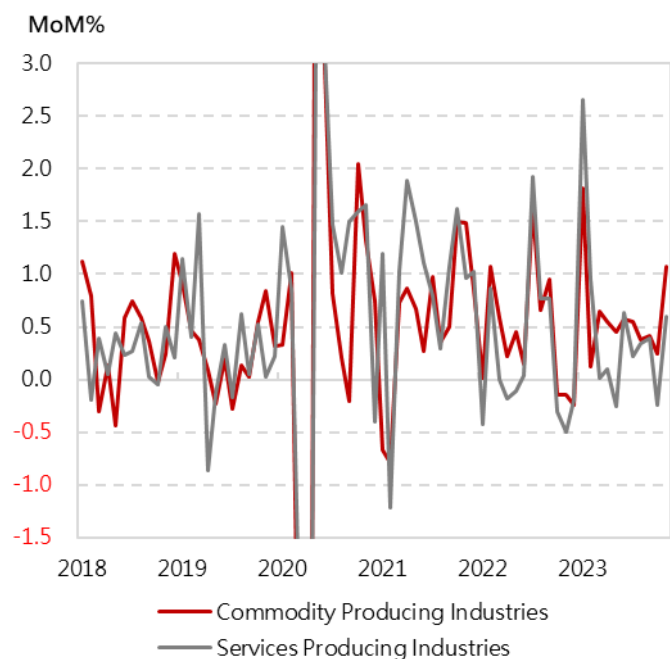
### 季節性因素發酵，消費者支出動能強勁

12 月份個人消費支出月增率由 0.4% 彈升至 0.7%，創下十一個月以來的次高水平，其中商品支出月增率由 -0.1% 躍升至 0.9%，擺脫連續兩個月的月減，而服務支出月增率則持平在偏高的 0.6%，顯示即便薪資增速有所回落，但畢竟聖誕節貴為西方國家最為重要的節慶，因此不論是在商品的購買上，又或者是服務的開支上，民眾不論如何都還是願意進一步擴大花費。(圖 3-1-4-5)

### 消費動能轉強，進而推高物價增速

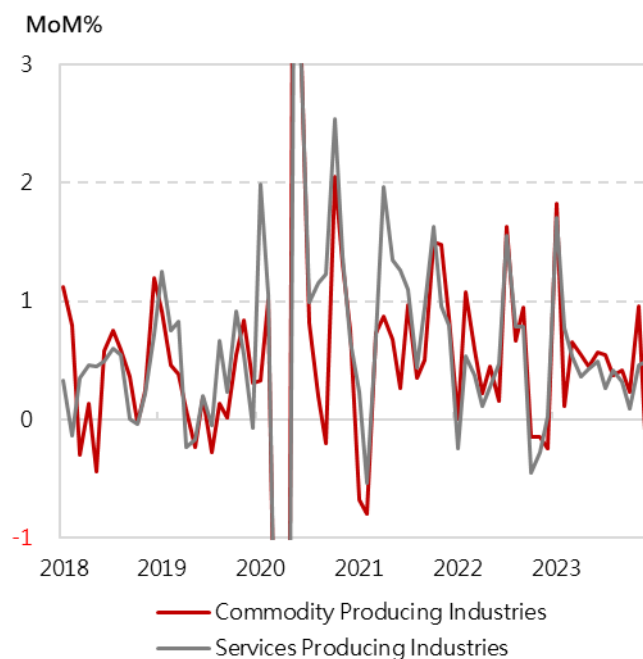
12 月份 PCE 平減指數月增率由 -0.1% 回升至 0.2%，擺脫負成長的情勢，主要是由於過節相關的消費動能轉強所致。其中，商品 PCE 平減指數月增率由 -0.7% 回升至 -0.2%，主因高利率政策的持續發酵，使得民眾在大額支出依然偏向保守，耐久財商品月增率為 -0.4%，與前月持平，連續第七個月呈現負成長，也是造成商品 PCE 平減指數月增率持續減速的關鍵，所幸恰逢節慶的激勵，民眾在非大額支出的採買力道有所轉強，非耐久財商品月增率由 -0.9% 顯著收斂至 -0.1%，包括食品、服裝、家庭用品的月增率都明顯回升，才會帶動商品 PCE 平減指數月增率收斂；此外，同樣受到節慶的激勵，民眾在服務的消費動能不減，服務 PCE 平減指數月增率因而持穩在 0.3%。

圖 3-1-4-4：員工薪酬(月增率)-商品生產業 & 服務提供業



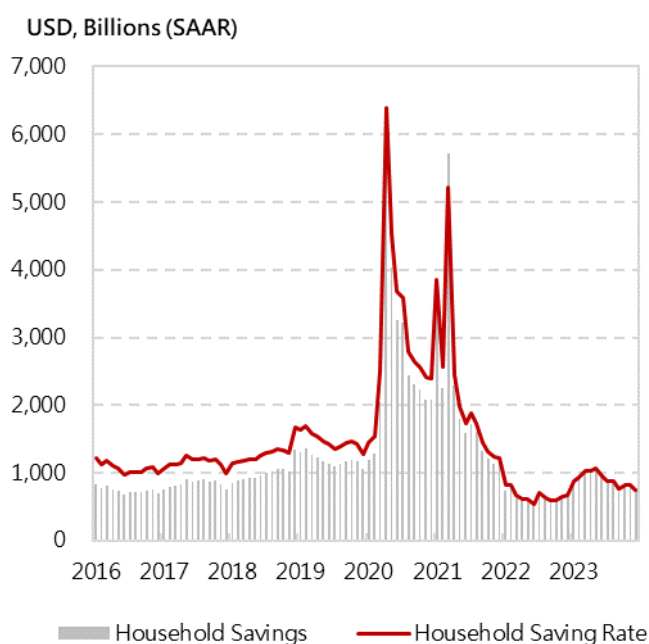
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-4-5：個人消費支出-商品 & 服務



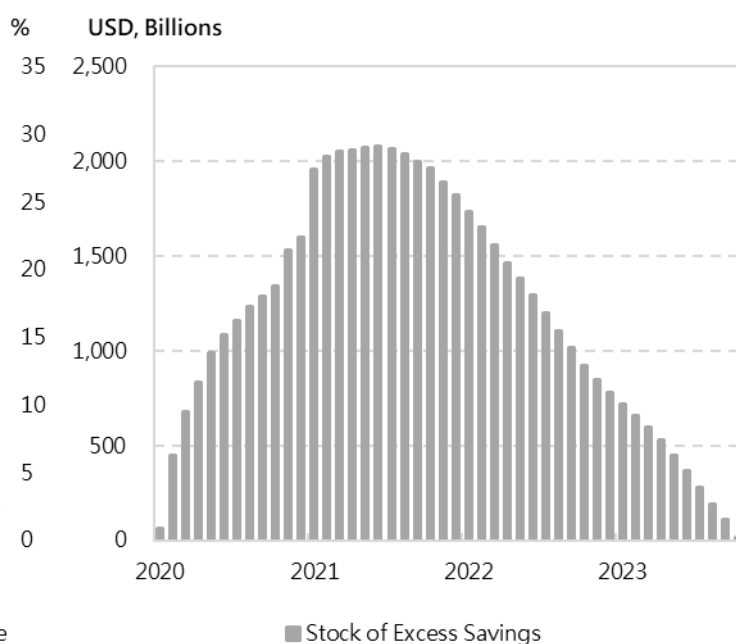
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-4-6：個人儲蓄



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-1-4-7：超額儲蓄



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 民眾入不敷出，因此大量消耗儲蓄

個人所得月增率明明由 0.4% 下降至 0.3%，但個人消費支出月增率卻由 0.4% 彈升至 0.7%，所以在入不敷出的狀況下，再加上目前借貸成本高昂，民眾自然只能夠大量消耗儲蓄作為支應，個人儲蓄佔可支配個人所得的百分比因而由 4.1% 下挫至 3.7%，創下一年以來新低水平。值得注意的是，民眾在疫情期間的超額儲蓄目前僅剩 147 億美元，相當於僅剩 2021 年高峰值 2.1 兆美元的 1% 不到，等同於超額儲蓄已經全然耗盡。(圖 3-1-4-6、圖 3-1-4-7)



總結

從下禮拜 FOMC 召開前就已經率先公布的 1 月份褐皮書來看，聯準會認為年底的消費動能轉強，雖然是受到季節性因素的發酵所致，但已大致在預期之中。這樣的態度就表明，聯準會認為並無多餘的消費動能需要透過緊縮政策去進一步打壓。反倒是隨著超額需求的耗盡，聯準會不僅在上次的 FOMC 中提示景氣的下行風險，也在 1 月份褐皮書當中，將整體需求的疲弱，列為 2024 年景氣可能會遭遇的潛在逆風。

另一方面，除了在這份報告當中，可以看到核心通膨的降溫趨勢不變之外，在就業市場的部份，雇員的流動率降低、企業更加具有選擇性地進行招聘、工資壓力的緩解，都顯示出勞動供需更加趨於平衡，這些也都是聯準會樂見的經濟發展趨勢。

綜上所述，在景氣下行風險漸增、核心通膨持續降溫、勞動市場由緊轉鬆的背景下，預期聯準會在 1 月底的 FOMC，將會釋出相比於去年 12 月份更加清晰在今年將會降息的訊號。

表 3-1-4-1：消費者收支數據統計表

MoM%	2023 Nov	2023 Oct	2023 Sep	2023 Aug	2023 Jul	2023 Jun
消費者收入	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	0.2
員工薪酬	0.4	0.5	0.2	0.4	0.5	0.4
其他收入	0.1	0.2	0.4	0.2	0.4	-0.1
消費者支出	0.7	0.4	0.0	0.7	0.3	0.6
商品支出	0.9	-0.1	-0.5	0.8	0.7	0.6
勞務支出	0.6	0.6	0.3	0.7	0.1	0.6
PCE 平減指數	0.2	-0.1	0.0	0.4	0.4	0.1
商品	-0.2	-0.7	-0.3	0.2	0.8	-0.3
勞務	0.3	0.3	0.2	0.5	0.1	0.3
不含食品及能源	0.2	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1

資料來源：Bloomberg、元大投顧

## (二)日本

### 3-2-1. 日銀利率會議解讀：日本央行利率會議：日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估

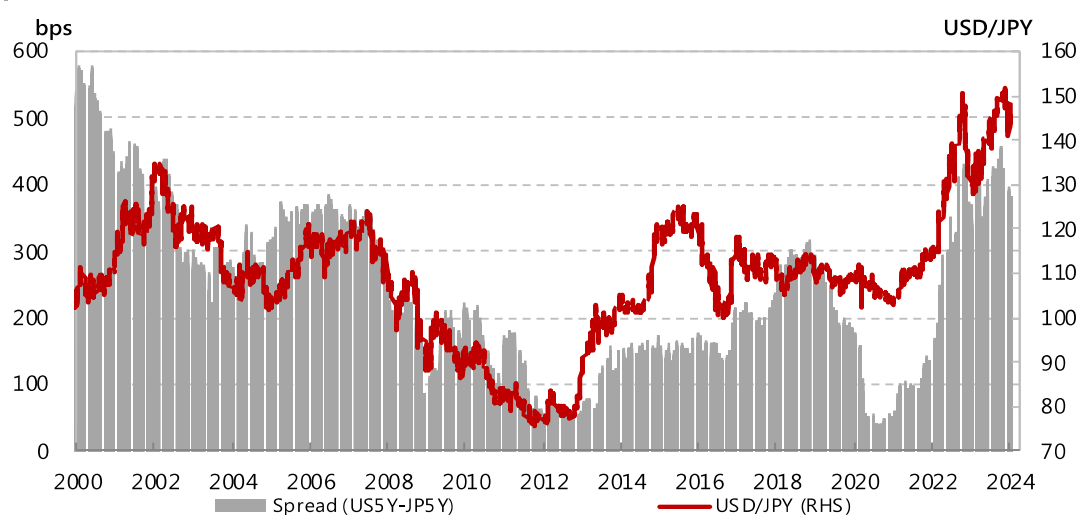
**日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估：**日銀維持政策利率、殖利率曲線控制及資產購買計劃不變，會後聲明中的前瞻指引也未作調整，維持超寬鬆政策；在景氣展望上，2024 財年 GDP 上修 0.2%至 1.2%，反映刺激政策的效果，明年持平於 1%，皆高於長期均值的 0.8%，此外，由於外生性因素消退，2024 財年 CPI(不含新鮮食物)下修 0.4%至 2.4%，2025 財年上調 0.1%至 1.8%，核心 CPI(不含新鮮食物及能源)則雙雙持平於 1.9%，顯示中長期下通膨將低於目標值的 2%，也意味著日銀將保持寬鬆。

**總裁表示退出負利率後，貨幣政策仍將保持寬鬆：**在會後記者會中，總裁植田河男預期景氣將溫和復甦，認為達成通膨目標的可能性攀升，與前次會議的說法並無出入；值得注意的是，總裁重申還沒決定退出負利率的時點，但直言表示，即便日銀結束負利率，貨幣政策仍將保持寬鬆，呼應央行通膨預估及自民黨的政策傾向。

**市場預期日銀升息不到一碼，Fed 政策仍是關鍵：**市場預估日銀將在三月結束負利率，但全年升息幅度不到一碼，與前月相比變化不大；相對地，由於美國第四季景氣動能維持穩健，市場對於 Fed 的降息時點預期延後至五月，全年降息幅度則下修至六碼，但依舊高於 Fed 的預估值 3 碼，不確定性猶存；由此看來，考量薪資動能平平、政府債台高築，日銀政策的調整空間十分有限，因此，聯準會政策仍為日圓後市的決定關鍵。

**短期內日圓維持弱勢，留意三月春鬥結果：**由於日本內需疲弱、薪資成長溫和，加上自民黨醜聞持續延燒，短期內日銀將保持寬鬆，聯準會則沒有降息的急迫性，美日利差料止跌回升，使日圓維持弱勢格局；隨著三月春鬥結果初步揭曉後，第二季起日本景氣及政局有望趨於明朗，日銀屆時將重新評估政策；後續焦點將轉向 1/29 美國財政部融資計畫、1/31 FOMC 會議結果，公債籌碼分布及 Fed 主席態度將影響美債殖利率及美元走向，為決定日圓及其他亞幣走勢的關鍵因子。

圖 3-2-1-1：美日五年期公債利差 vs. USD/JPY



### 日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估

**日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估：**日銀維持政策利率及十年期公債殖利率於 -0.1%、0%，殖利率曲線控制的十年期公債參考值維持於 1%，資產購買規模也保持相同，會後聲明中的前瞻指引也未作調整，重申將延續寬鬆政策，靜待薪資成長；在景氣展望上，2024 財年 GDP 上修 0.2%至 1.2%，反映刺激政策的效果，明年持平於 1%，皆高於長期均值的 0.8%，

此外，由於外生性因素消退，2024 財年 CPI(不含新鮮食物)下修 0.4%至 2.4%，2025 財年上調 0.1%至 1.8%，核心 CPI(不含新鮮食物及能源)則雙雙持平於 1.9%，顯示中長期下通膨將低於目標值的 2%，也意味著日銀將保持寬鬆。

總裁表示退出負利率後，貨幣政策仍將保持寬鬆：在會後記者會中，總裁植田河男預期景氣將溫和復甦，認為達成通膨目標的可能性攀升，正在密切關注春鬥結果，與前次會議的說法並無出入；值得注意的是，總裁重申還沒決定退出負利率的時點，但直言表示，即便日銀結束負利率，貨幣政策仍將保持寬鬆，呼應央行通膨預估及自民黨的政策傾向。

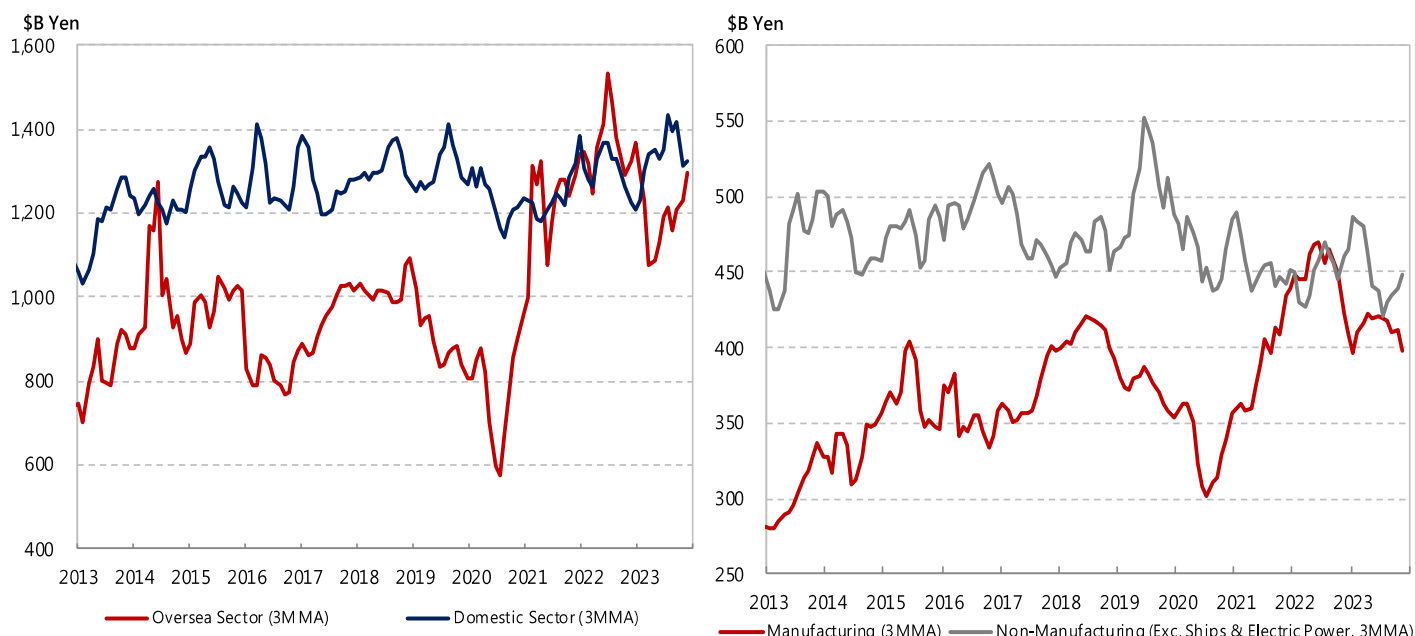
## 製造業投資下滑，民間投資恐連三季衰退

**海外訂單加速成長，但私部門訂單衰退：**11 月機械設備訂單(三個月平均)月增 3.2%，第四季平均增幅為 0.5%，低於第三季的 1.5%，延續下半年以來的降溫態勢，主因國內訂單(三個月平均)僅增加 1.4%，成長動能逐步放緩，顯示內需低迷的情勢，但海外訂單(三個月平均)增幅高達 5.7%，擴張動能持續加速，反映日圓貶值的助益(圖 3-2-1-2)；在國內訂單中，由於政府擴大支出，政府訂單(三個月平均)月增幅高達 20.5%，創 2020/3 以來的最大增幅，為過去 10 個月來第九度成長，相對地，排除造船及發電業的核心私部門訂單(三個月平均)卻月減 0.9%，總額下探 2021 年 6 月新低，與創高的企業獲利形成對比。

**製造業訂單持續衰退，非製造業延續復甦：**在私部門的機械設備訂單中，11 月製造業訂單(三個月平均)月減 3.1%，創去年底以來的最大跌幅，延續下半年以來的下滑趨勢，主因與景氣循環息息相關的一般及生產用機械訂單驟降 6.1%，已經是連續三個月衰退，汽車及汽車零組件、其他運輸設備訂單則逆勢成長，反映在供應鏈問題緩解及日圓貶值下，汽車產業產銷強勁復甦的情勢；另一方面，排除造船及發電的核心非製造業訂單(三個月平均)月增 2.1%，是連續四個月攀升，延續年中以來的復甦格局，特別是金融業及躉售零售業，反映金融市場交易趨於活絡，以及解封後旅客回流的利多因子(圖 3-2-1-3)。

綜合目前數據，研判核心私部門投資將連續三季衰退，壓抑第四季景氣動能，後續需關注 12 月刺激政策上路後，對於民間投資的提振效果。

圖 3-2-1-2：海外訂單(三個月平均) vs. 國內訂單(三個月平均) 圖 3-2-1-3：製造業訂單(三個月平均)vs.核心非製造業訂單(三個月平均)



資料來源：Cabinet

## 就業市場穩健擴張，但兼職員工比例攀升

**就業市場維持穩健擴張，服務業為成長主力：**11 月就業人數年增 56 萬人至 6,780 萬人，與 2019 年同期的 6,790 萬人相去不遠，第四季平均年增幅為 36 萬人，高於第三季及全年均值的 20 萬人、23 萬人，顯示勞動市場維持穩健擴張且完全復甦

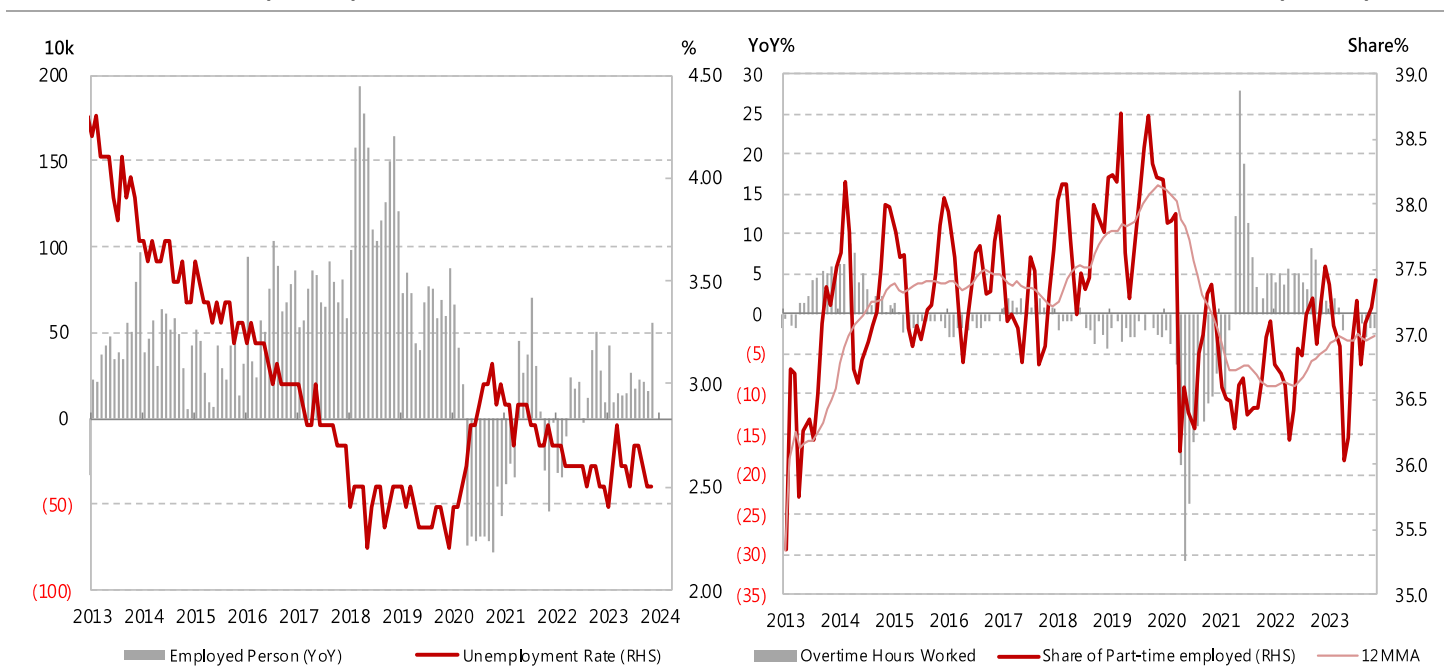
(圖 3-2-1-4)；在各產業中，製造業年增達 33 萬人，扭轉前季的衰退局面，呼應短觀調查中企業信心回升的情勢，資通訊業及餐飲住宿業分別年增 10 萬人、20 萬人，延續今年以來的擴張格局，為就業市場的成長主力。

**兼職員工加速攀升，加班工時持續衰退：**若從就業型態觀察，正規員工年增 23 萬人、第四季平均為 10 萬人，遠低於第三季均值的 30 萬人，相對地，兼職員工年增 30 萬人、第四季平均達 27 萬，為前季均值 13 萬人的兩倍，顯示企業僱用意願開始趨於謹慎；另一方面，作為就業及薪資成長的領先指標 - 11 月加班工時年跌幅達 1.8%，為連續五個月衰退，再次呼應就業市場的緊俏程度趨緩(圖 3-2-1-5)。

整體而言，由於女性持續投入就業市場，並且還存在成長空間，有效緩解勞動力的供給問題，加上國內外景氣同步降溫，企業僱用態度開始趨於謹慎，雙雙緩和勞動市場的緊俏狀況。

圖 3-2-1-4：就業人數(年變動) vs. 失業率

圖 3-2-1-5：兼職員工比例 vs. 加班工時(年增率)



資料來源：e-stat, 厚生勞動省

## 薪資成長依舊溫和，實質薪資及消費等幅衰退

**就業市場不再過度緊俏，薪資成長維持溫和：**日本 11 月總薪資年增 0.2%，低於前值及預估值的 1.5%，為近兩年來最小增速，排除獎金的經常性薪資年增幅則持穩於 1.2%，前 11 月份平均增幅為 1.1%，低於去年全年的 1.4%及央行期待的 2%，成長動能維持溫和；主要產業中，製造業、躉售零售業成長並未進一步加速，交通運輸業、餐飲住宿業及醫療保健業則持續降溫，雙雙限制薪資漲勢。另一方面，呼應前段的內容，由於 11 月總工時成長停滯，加班工時則年減 1.8%，為連續五個月萎縮，顯示勞動力回流下，就業市場供需緊俏的狀況持續緩解，限縮薪資的上漲空間。

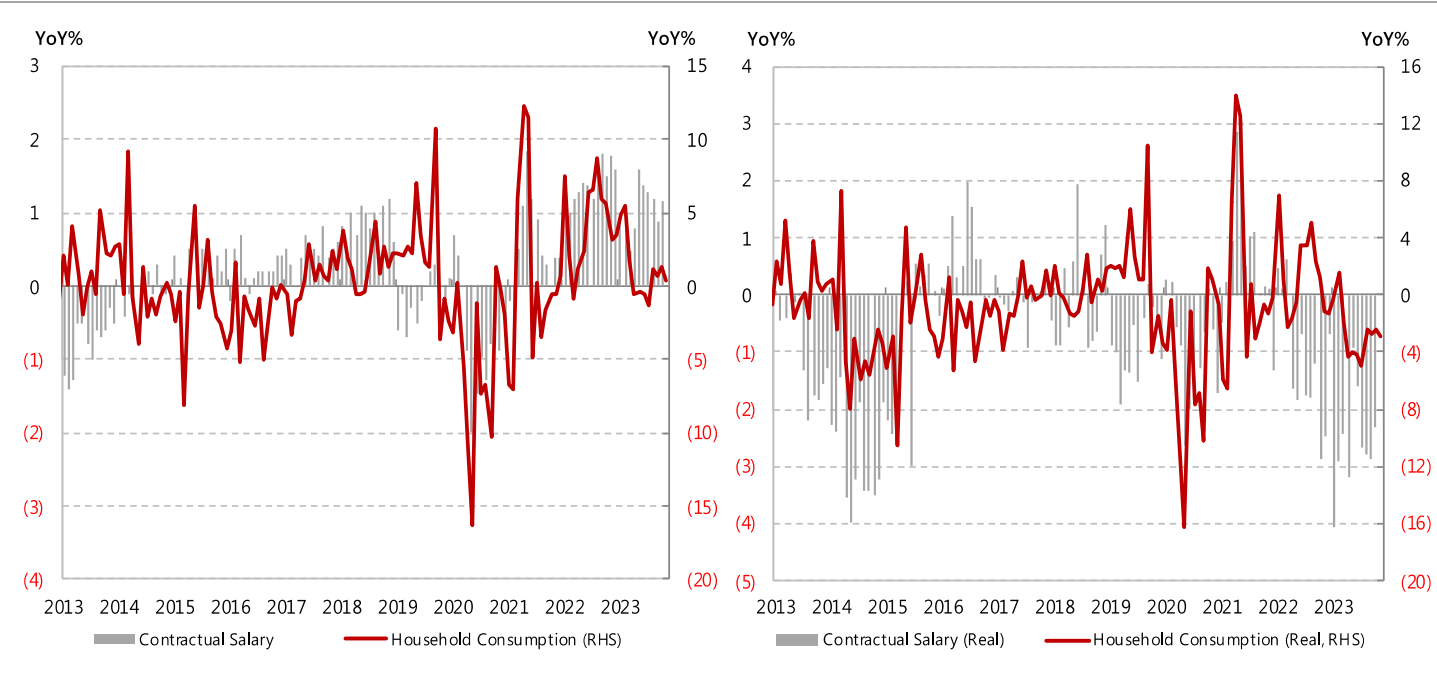
**實質薪資持續衰退，家戶消費等幅萎縮：**由於民眾薪資成長維持溫和，加上高物價打擊消費信心，11 月家戶消費僅年增 0.3%，成長動能維持低迷，前 11 月平均消費年增幅為 1.2%，相當於平均薪資增幅的 1.1%(圖 3-2-1-6)；然而，若排除通膨因素，11 月實質經常性薪資年減 2.1%，為連續 22 個月衰退，突顯出民眾購買力大幅下滑，影響所及，11 月家戶實質消費支出年減 2.9%，是 13 個月來第 12 度萎縮，前 11 月兩者平均年減 2.7%、2.6%，呈現等幅衰退的情勢(圖 3-2-1-7)。

由此看來，薪資成長與消費動能息息相關，今年六月減稅補貼上路後，預計家戶可支配所得將成長 2.2%，有助於提振消費動能，但薪資增幅仍是消費及通膨維持成長的關鍵因素。



圖 3-2-1-6：年增率 - 經常性薪資 vs. 家戶消費

圖 3-2-1-7：年增率 - 經常性實質薪資 vs. 家戶實質消費



資料來源：總務省統計局, 厚生勞動省

外生性因素消退，通膨下探一年半新低

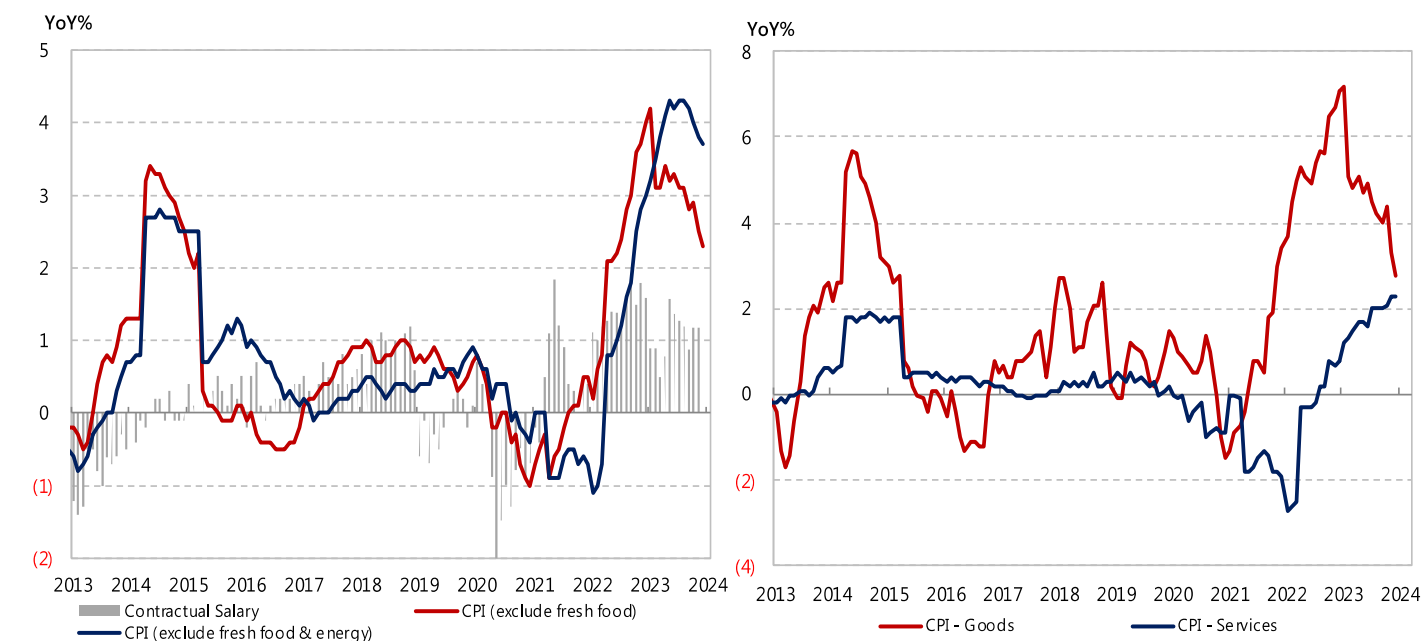
商品漲勢降溫，通膨下探一年半新低：12 月 CPI 年增率自 2.8% 下滑至 2.6%，創 2022 年 7 月以來新低，主因食品漲幅放緩至 6.7%，為連續三個月回落，反映國際糧價走弱及氣候干擾消除的因素；此外，日銀看重的不含新鮮食物 CPI 年增率從 2.5% 放緩至 2.3%，創下一年半新低，主要受惠於水電費大跌 13.2%，顯示政府補貼的明顯效果，但教養娛樂費用加速攀升至 7.8%，創下逾 40 年新高，突顯旅遊需求強勁及基期過低的雙重影響(圖 3-2-1-8)；整體而言，由於政府實施水電費補貼，加上原物料價格跌至波段低點，有效緩和企業的生產成本，配合民眾實質薪資成長衰退，購買力及消費動能維持疲弱，使商品漲幅下滑至逾兩年低點的 2.8%，為通膨回落的主要因素(圖 3-2-1-9)。

服務漲勢有望脫離高峰，通膨將延續下行趨勢：由於美國原油產量、全球黃豆及玉米產量全數創高，有效壓抑原物料價格，加上政府延長水電費補貼至今年三月，商品漲勢有望持續放緩；另一方面，去年前 11 月民眾經常性薪資年增幅僅 1.1%，內生性推升通膨的力道有限，配合低基期因素消除，預期服務漲勢將在今年脫離高峰；綜合以上，預期通膨將延續下行趨勢，日銀及內閣府分別預計 2024 財年及曆年通膨年增幅為 2.4%、2.5%，低於去年全年的 3.3%。

由此看來，隨著外生性因素消退，通膨能否持穩在 2% 的政策目標，關鍵仍在於薪資成長；因此，在三月薪資春鬥結果初步揭曉後，通膨後市及貨幣政策方向將更趨明朗。

圖 3-2-1-8：通膨(年增率) vs. 通膨不含新鮮食物(年增率)

圖 3-2-1-9：商品通膨(年增率) vs. 服務通膨(年增率)



資料來源：e-stat, 厚生勞動省

### 今年內需有望復甦，通膨則延續下行趨勢

刺激政策上路，內閣府預計 2024 年景氣動能將高於均值：12 月初岸田內閣推出 17 兆日圓的刺激政策，主要分配至民眾減稅(6.3 兆)、企業投資及加薪補貼(7.7 兆)、少子化對策(1.6 兆)、公共投資及防災措施(6.1 兆)，總規模相當於 3% 的 GDP，目的在於提振民間消費及投資動能，緩和外部景氣降溫的不利影響；因此，內閣府預計今年經濟成長率將達 1.3%，動能雖然低於去年的 1.6%(初估值)，但依舊高於長期平均的 0.8%，內需及外需貢獻度分別為 1.4%、-0.1%，與去年的 0.2%(初估值)、1.4%(初估值)相比，呈現此消彼長的情勢，全年通膨增幅則下滑至 2.5%，延續緩降格局(圖 3-2-1-10)

日銀上修 2024 財年經濟成長率，同時下調通膨預估：對照日銀最新的景氣展望，2024 財年 GDP 上修 0.2% 至 1.2%，反映刺激政策的效果，明年持平於 1%，皆高於長期均值的 0.8%，此外，由於外生性因素消退，2024 財年 CPI(不含新鮮食物)下修 0.4% 至 2.4%，2025 財年上調 0.1% 至 1.8%，核心 CPI(不含新鮮食物及能源)則雙雙持平於 1.9%，顯示中長期下通膨將低於目標值的 2%，也意味著日銀將保持寬鬆(圖 3-2-1-11)。

圖 3-2-1-10：內閣府景氣預估 (2023/12)

(YoY%)	2022	2023	2024
GDP	1.5	1.6	1.3
私人消費	2.7	0.1	1.2
私人住宅投資	(3.4)	0.6	(0.3)
私人非住宅投資	3.4	0.0	3.3
庫存變動(貢獻度)	0.1	(0.2)	0.0
出口	4.7	3.2	3.0
進口	7.1	(2.6)	3.4
失業率 (%)	2.6	2.6	2.5
CPI	3.2	3.0	2.5

資料來源：BOJ, Cabinet

圖 3-2-1-11：日銀景氣預估

2024 Jan. (YoY%)	Fiscal 2023	Fiscal 2024	Fiscal 2025
GDP	1.8	1.2	1.0
CPI (不含新鮮食物)	2.8	2.4	1.8
CPI (不含新鮮食物及能源)	3.8	1.9	1.9
2023 Oct. (YoY%)	Fiscal 2023	Fiscal 2024	Fiscal 2025
GDP	2.0	1.0	1.0
CPI (不含新鮮食物)	2.8	2.8	1.7
CPI (不含新鮮食物及能源)	3.8	1.9	1.9

市場預期日銀升息不到一碼，聯準會政策才是日圓後市的關鍵

根據最新利率期貨，市場預估日銀將在三月結束負利率，但全年升息幅度不到一碼，與前月相比變化不大(圖 3-2-1-12)；相對地，由於美國第四季景氣動能維持穩健，市場對於 Fed 的降息時點預期延後至五月，全年降息幅度則下修至六碼，但依舊高於 Fed 的預估值 3 碼，不確定性猶存(圖 3-2-1-13)；由此看來，考量薪資動能平平、政府債台高築，日銀政策的調整空間十分有限，因此，聯準會政策仍為日圓後市的決定關鍵。

圖 3-2-1-12：市場利率預估 - 日銀

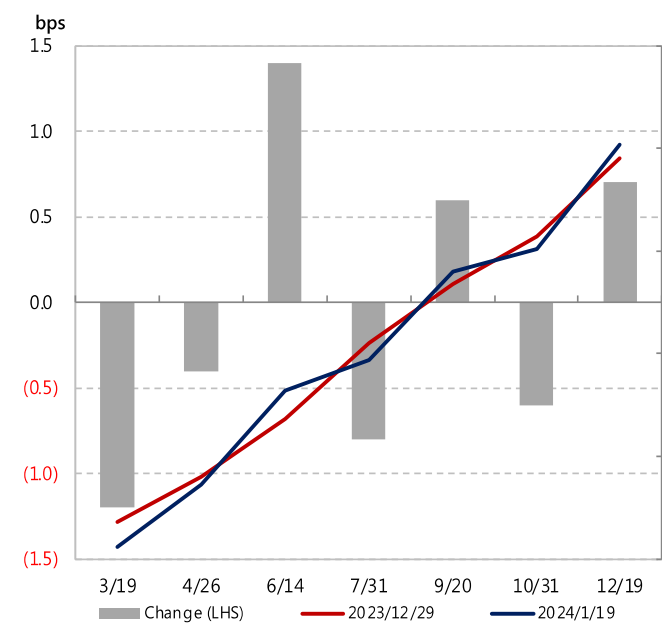
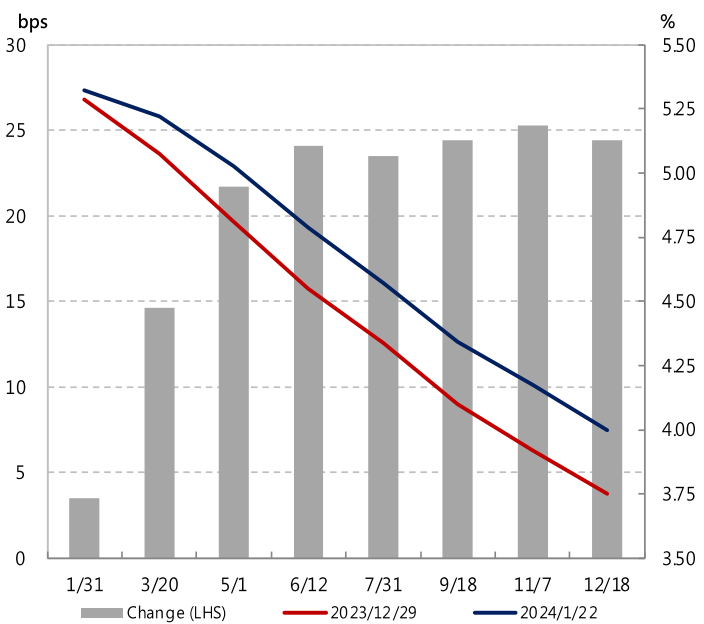


圖 3-2-1-13：市場利率預估 - 聯準會



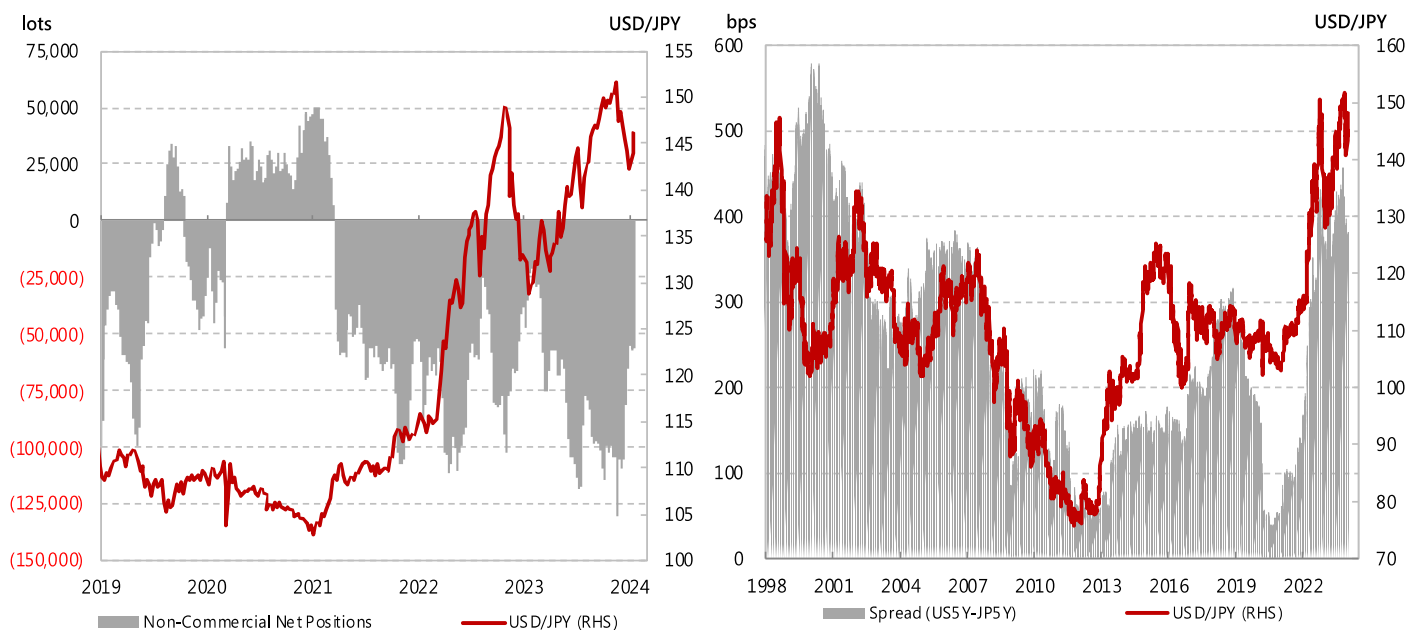
資料來源：Bloomberg

## 短期內日圓維持弱勢，留意三月春鬥結果

由於日本內需疲弱、薪資成長溫和，加上自民黨醜聞持續延燒，短期內日銀將保持寬鬆，聯準會則沒有降息的急迫性，美日利差料止跌回升，使日圓維持弱勢格局；隨著三月春鬥結果初步揭曉後，第二季起日本景氣及政局有望趨於明朗，日銀屆時將重新評估政策；後續焦點將轉向 1/29 美國財政部融資計畫、1/31 FOMC 會議結果，公債籌碼分布及 Fed 主席態度將影響美債殖利率及美元走向，為決定日圓及其他亞幣走勢的關鍵因子。

圖 3-2-1-14：期貨投機者淨部位 vs. USD/JPY

圖 3-2-1-15：美日五年期公債利差 vs. USD/JPY



資料來源：Bloomberg, BOJ, Fred

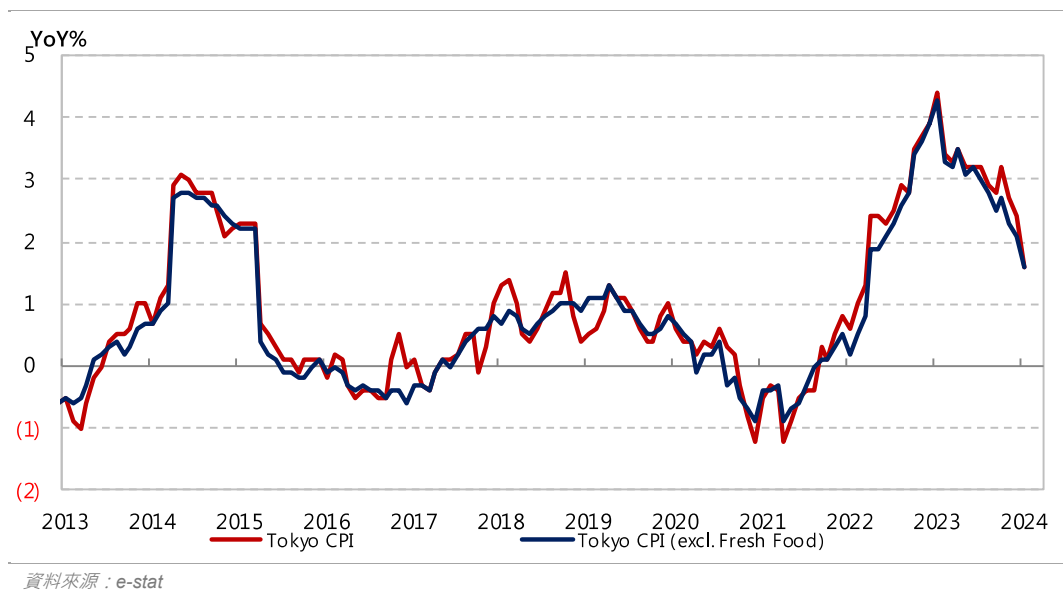
## 3-2-2. 日本一月東京 CPI：商品及服務漲勢雙雙降溫，通膨年增率跌破 2%

東京一月 CPI 年增率下滑至 1.6%，低於前值 2.4% 及預估值 2%，不含新鮮食物 CPI 年增率從 2.1% 放緩至 1.6%，不及預估值 1.9%，皆創 22 個月以來新低；其中，商品價格年增幅下降至 1.4%，為 2021 年 10 月以來新低，反映食物漲幅續降及水電費補助延長的因素，此外，服務價格年增幅降溫至 1.7%，下探去年 6 月以來的低點，主因薪資成長維持溫和，先前高漲的娛樂及通訊費用也觸頂回落；展望後市，預期首季通膨進一步回落，但進入第二季後，政府的水電費補貼退場，春鬥調薪幅度料高於過往平均，加上六月每戶每人將退稅四萬元，通膨有望重新上探 2% 的目標值，屆時日銀將開始行動，逐步退出負利率政策。

1/23(二)日銀如預期按兵不動，主要考量春鬥結果還不明朗，加上自民黨醜聞持續延燒，有意採取觀望立場；此外，日銀下修 2024 財年 CPI(不含新鮮食物)0.4% 至 2.4%，2025 財年上調 0.1% 至 1.8%，核心 CPI(不含新鮮食物及能源)則雙雙持平於 1.9%，反映中長期下通膨仍低於目標值 2%，總裁植田和男在記者會中也直言表示，即便日銀結束負利率，貨幣政策仍將保持寬鬆，呼應自民黨的政策傾向；根據利率期貨，目前市場預期日銀將在第二季退出負利率，但全年升息幅度不到一碼，顯示內生性推升日圓的力道相當有限。

圖 3-2-2-1：東京 CPI(年增率) vs. 東京 CPI 不含新鮮食物(年增率)





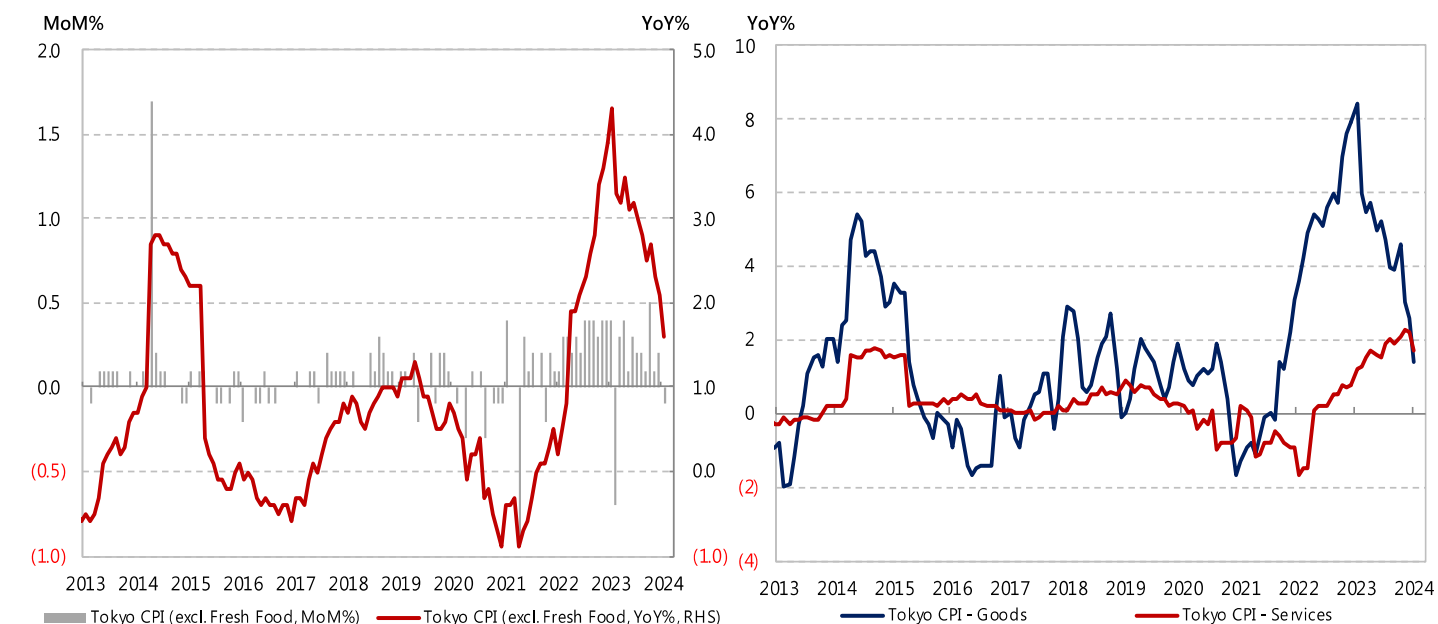
### 首季通膨料持續降溫，第二季起將止跌回升

**商品及服務漲勢雙雙降溫，東京 CPI 年增率跌破 2%：**東京一月 CPI 年增率下滑至 1.6%，低於前值 2.4%及預估值 2%，不含新鮮食物 CPI 年增率從 2.1%放緩至 1.6%，不及預估值 1.9%，兩者雙雙創下 22 個月以來新低，並且跌破日銀 2%的目標值；從月增幅的角度來看，不含新鮮食物 CPI 月減 0.1%，為十個月以來首度下滑，脫離過去三季 0.2%~0.3%的平均增速，顯示通膨的下行趨勢日益明確(圖 3-2-2-2)；其中，商品價格年增幅從 2.6%下降至 1.4%，創 2021 年 10 月以來新低，反映食物漲幅續降及水電費補助延長的因素，加上年末消費旺季結束，令物價漲勢進一步趨緩，此外，服務價格年增幅自 2.2%降溫至 1.7%，下探去年 6 月以來的低點，主因薪資成長維持溫和，先前高漲的娛樂及通訊費用也觸頂回落(圖 3-2-2-3)。

**第二季起通膨料止跌回升，日銀將有所行動：**展望後市，由於水電費補助延長至今年三月，國際原物料價格持穩在低檔，加上平均薪資增幅僅略高於 1%，預期首季商品及服務類漲幅將持續放緩，使通膨進一步回落；進入第二季後，政府的水電費補貼退場，且原油需求開始季節性攀升，商品價格的降溫速度勢必開始放緩，此外，春鬥結果正式揭曉，預期調薪幅度將高於過往平均，加上六月每戶每人將退稅四萬元，服務類漲勢料重起爐灶，帶動通膨重新上探 2%的目標值，屆時日銀將開始行動，逐步退出負利率政策，也意味著日本正式擺脫過去二十年的通縮局面。

圖 3-2-2-2：東京 CPI 不含新鮮食物 - 年增率 vs. 月增率

圖 3-2-2-3：東京 CPI (年增率) - 商品類 vs. 服務類



資料來源：e-stat

## 第二季日銀料退出負利率，但政策依舊寬鬆

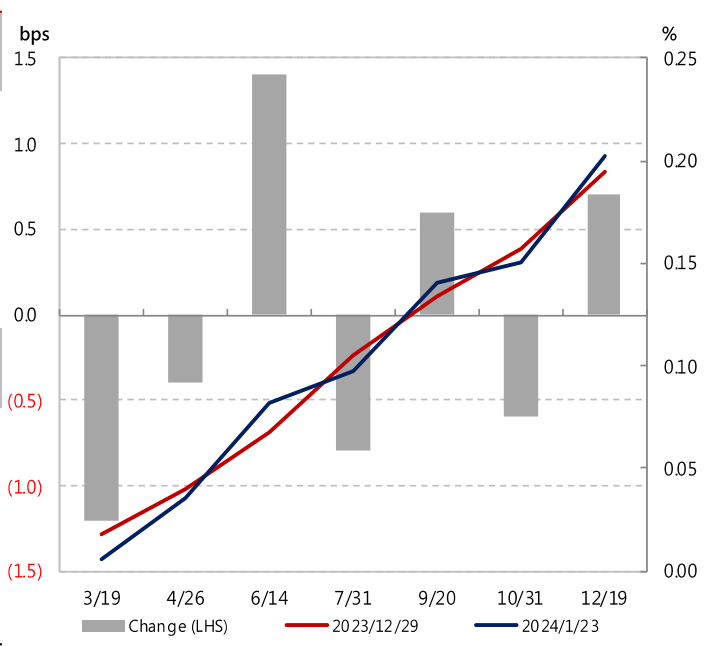
市場預期全年升息不到一碼，內生性推升日圓的力道有限：1/23(二)日銀如預期按兵不動，主要考量春鬥結果還不明朗，加上自民黨醜聞持續延燒，有意採取觀望立場；在景氣預估上，2024 財年 GDP 上修 0.2%至 1.2%，反映刺激政策的效果，明年則持平於 1%，皆高於長期均值的 0.8%，此外，由於外生性因素消退，2024 財年 CPI(不含新鮮食物)下修 0.4%至 2.4%，2025 財年上調 0.1%至 1.8%，核心 CPI(不含新鮮食物及能源)則雙雙持平於 1.9%，反映中長期下通膨仍低於目標值 2%，也意味著日銀寬鬆的大方向並未改變(圖 3-2-2-4)，總裁植田河男在記者會中也直言表示，即便日銀結束負利率，貨幣政策仍將保持寬鬆，呼應通膨展望及自民黨的政策傾向；根據利率期貨，目前市場預期日銀將在第二季退出負利率，但全年升息幅度不到一碼(圖 3-2-2-5)，顯示內生性推升日圓的力道相當有限。

圖 3-2-2-4：日銀景氣預估

2024 Jan. (YoY%)	Fiscal 2023	Fiscal 2024	Fiscal 2025
GDP	1.8	1.2	1.0
CPI (不含新鮮食物)	2.8	2.4	1.8
CPI (不含新鮮食物及能源)	3.8	1.9	1.9

2023 Oct. (YoY%)	Fiscal 2023	Fiscal 2024	Fiscal 2025
GDP	2.0	1.0	1.0
CPI (不含新鮮食物)	2.8	2.8	1.7
CPI (不含新鮮食物及能源)	3.8	1.9	1.9

圖 3-2-2-5：市場利率預估 - 日銀



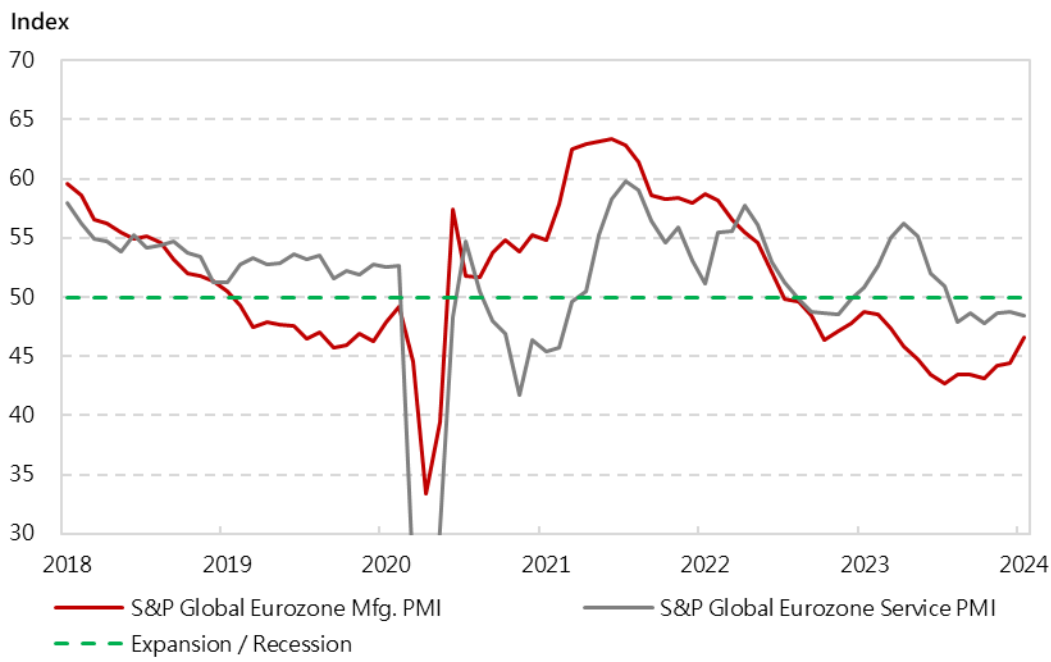
資料來源：BOJ, Bloomberg

(三) 歐元區

3-3-1. 歐元區 1 月份 S&P Global PMI：靜待薪資降溫趨勢確立，ECB 短時間內料將按兵不動

歐元區目前不但面臨地緣政治風險所帶來的通膨推升力道，勞動市場較為緊俏的情勢也持續在推升通膨。雖然紅海的軍事動盪在西方國家的聯合下，風險大致獲得控制，但考量到新年的薪資協議多數都將在年初舉行，所以至少需要等到年中才會看到薪資的變化，所以即便歐元區的升息循環已經結束，但預計 ECB 接下來還是會維持高利率政策一段期間，一直等到確定薪資降溫的趨勢足夠確立後，才會啟動降息循環，也因此降息最快也得等到今年夏季才有機會看到。

圖 3-3-1-1：歐元區 S&P Global PMI



資料來源: Bloomberg、元大投顧

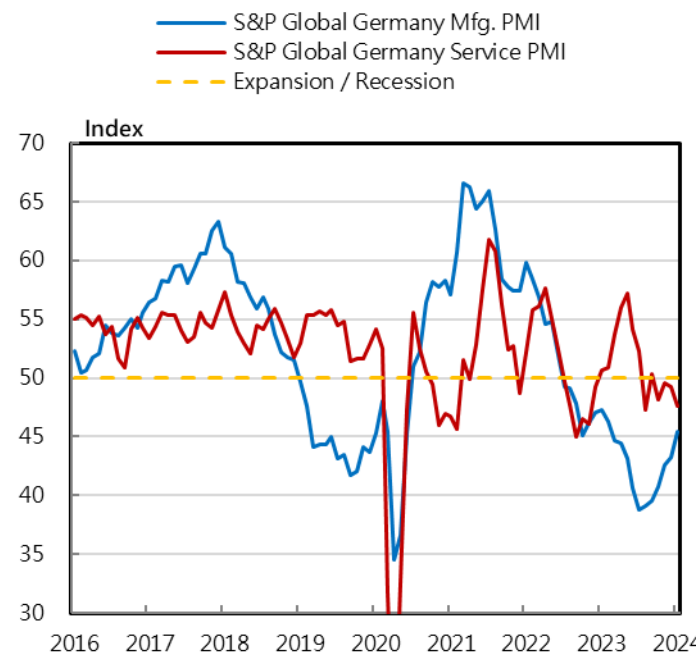
## 數據總覽

私部門調研機構 S&P Global 於 1 月 24 日公佈歐元區 1 月份 PMI，其中製造業 PMI 由前月的 44.4 攀升至 46.6，除了高於市場預期 44.7 之外，還連續第三個月較前月攀升，而服務業 PMI 雖由前月的 48.8 小幅下降至 48.4，且並未如市場預期般回升至 49.0，但與第四季平均相比並無差異。(圖 3-3-1-1)

在德國的部份，製造業 PMI 由前月的 43.3 攀升至 45.4，除了高於市場預期 43.7 之外，更為連續第六個月較前月攀升，而服務業 PMI 雖由前月的 49.3 回落至 47.6，且並未如市場預期般回升至 49.3，但至少維持在去年下半年以來的低檔波動區間 47.3~50.3 當中。(圖 3-3-1-2)

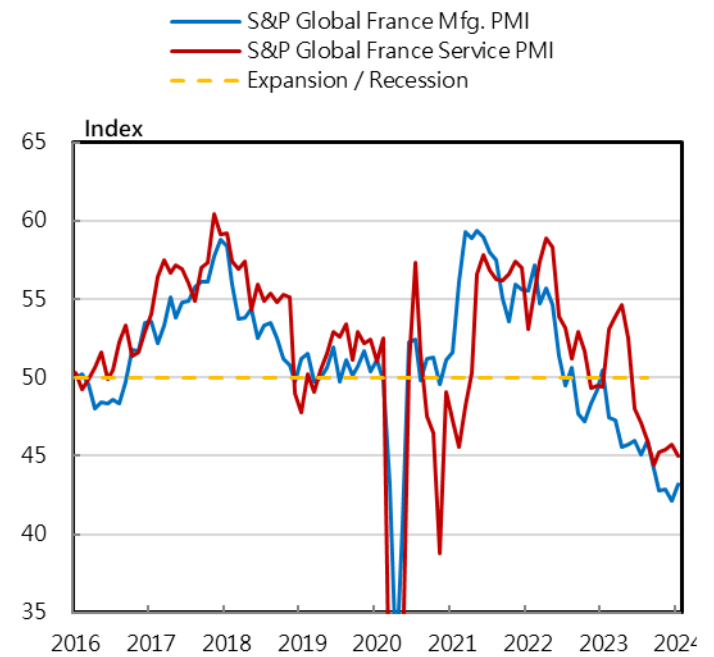
在法國的部份，製造業 PMI 由前月的 42.1 攀升至 43.2，除了高於市場預期 42.5 之外，更創下四個月以來的新高水平，而服務業 PMI 雖由前月的 45.7 下降至 45.0，且並未如市場預期般回升至 46.0，但與第四季平均 45.4 相去不遠。(圖 3-3-1-3)

圖 3-3-1-2：德國 S&P Global PMI



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-3-1-3：法國 S&P Global PMI



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 客戶下單意願改善，製造業景氣好轉

雖然製造業新訂單還是在下降，但卻是九個月以來最小的下降幅度，反映客戶的下單意願有所改善。正因為如此，廠商的產出狀況也連帶出現好轉，產量即便同樣還是持續減少，但減少的速度卻是去年 4 月份以來最慢的。與此同時，積壓訂單的下降狀況，也沒有去年年底嚴重。另一方面，縱然廠商目前還是處在削減採購、降低庫存的狀態，但由於受到紅海軍事動盪造成的運輸中斷，供應商交貨時間睽違一年以來首度延長，這也直接造成廠商面臨運輸成本的壓力，投入成本下降的速度因而放緩，創下去年四月份以來的最小降幅。

## 服務業仍具成本壓力，造成產出售價通膨還是相當有黏性

儘管服務業的商業活動連續第六個月下降，而且下降的速度略有加快，同時還創下去年 10 月份以來最大的降幅，但研判進一步惡化的空間恐怕有限，主因新訂單雖然還是處於下降的狀態，但下降的幅度卻是去年 7 月份以來最小的。正是由於新訂單流失的情勢有所改善，所以商家為了因應未來的商業需求，因此雇員人數還是持續增加。然而在勞動市場仍就偏緊的環境擴大招聘，也為商家帶來成本壓力，服務業除了投入成本通膨創下八個月以來的新高水平之外，產出售價通膨也來到去年 6 月份以來的新高。

總結

整體而言，歐元區目前不但面臨地緣政治風險所帶來的通膨推升力道，勞動市場較為緊俏的情勢也持續在推升通膨。雖然紅海的軍事動盪在西方國家的聯合下，風險大致獲得控制，但考量到新年的薪資協議多數都將在年初舉行，所以至少需要等到年中才會看到薪資的變化，所以即便歐元區的升息循環已經結束，但預計 ECB 接下來還是會維持高利率政策一段期間，一直等到確定薪資降溫的趨勢足夠確立後，才會啟動降息循環，也因此降息最快也得等到今年夏季才有機會看到。

表 3-3-1-1：歐元區 S&P Global PMI

Index	2024 Jan	2023 Dec	2023 Nov	2023 Oct	2023 Sep	2023 Aug
歐元區 S&P Global PMI						
製造業 PMI	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5
服務業 PMI	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9
德國 S&P Global PMI						
製造業 PMI	45.4	43.3	42.6	40.8	39.6	39.1
服務業 PMI	47.6	49.3	49.6	48.2	50.3	47.3
法國 S&P Global PMI						
製造業 PMI	43.2	42.1	42.9	42.8	44.2	46.0
服務業 PMI	45.0	45.7	45.4	45.2	44.4	46.0

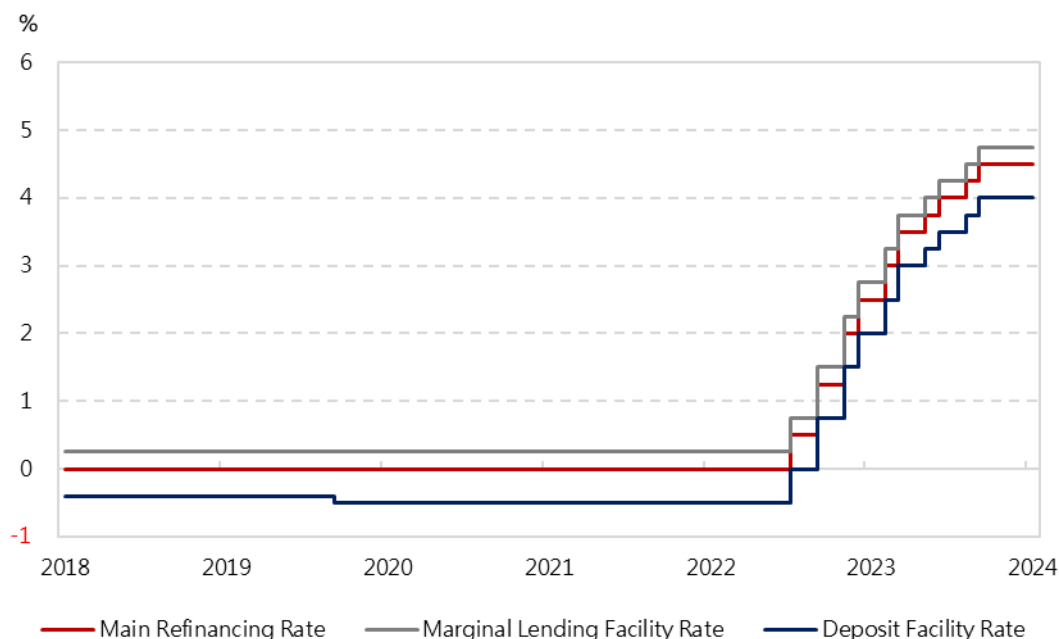
資料來源：Bloomberg、元大投顧

3-3-2. 1 月份 ECB 決議：勞動市場漸趨平衡、通膨延續下行趨勢，總裁拉加德重申夏季有望展開降息

ECB 強調目前的貨幣政策施政方針是依循數據操作，但目前的通膨並非毫無上行風險，其中紅海地區的地緣政治風險，對於能源價格與貨運價格形成支撐，而景氣的築底回溫，也將使得通膨的下行趨勢變得較為崎嶇，至於新一年的薪資談判通常都在年初舉行，這就代表著至少需要等到年中才能確立薪資成長率的下行趨勢，也因此總裁拉加德才會表明，委員會的內部共識是目前討論降息還維持過早，並且也重申降息循環預期到夏季才會啟動。



圖 3-3-2-1：ECB 政策利率



資料來源: Bloomberg、元大投顧

## 決議總覽

ECB 於 1 月 25 日公佈決議結果，三大政策利率皆維持不變，其中主要再融資利率、存款機制利率、邊際貸款利率分別維持在 4.50%、4.00%、4.75%。至於，在資產購買計畫(APP)的部份，維持「不再將到期證券的本金進行再投資」的模式。另外，在疫情緊急資產購買計畫(PEPP)的部份，上半年將維持「將到期證券的本金全額進行再投資」的模式，而進入下半年後將平均每月降低 75 億歐元的再投資規模，並且在年底達成「不再將到期證券的本金進行再投資」的狀態。(圖 3-3-2-1)

## 經濟動向評估：景氣落底情勢大致確立，後續有望逐季回溫

預期近期將陸續公佈的去年第四季經濟指標，恐維持疲軟的表現，主因景氣在該期間陷入了停滯的狀態；所幸，部份的調查指標顯示，接下來的經濟成長將會加速。整體來看，歐元區景氣在第四季落底的情勢大致確立，有望在今年開始逐季回溫。

## 勞動市場評估：勞動供給增加、勞動需求減弱，整體狀態漸趨平衡

即便歐元區 11 月份的失業率為 6.4%，創下歐元啟用以來的最低水平，但值得慶幸的是，有更多的勞動力進入勞動市場，使得勞動供給增加，而另一方面，企業的招募職缺也逐漸減少，令勞動需求減弱。總結來說，勞動市場逐漸趨於平衡，供不應求的問題有所緩解，正在由緊俏的情勢朝向寬鬆的狀態前進。

## 通膨走勢評估：當前仍呈下行格局，而且未來降溫趨勢不變

縱使 12 月份 CPI 由前月的年增 2.4%，反彈至年增 2.9%，睽違八個月以來首度較前月攀升，但主要是受到政策因素所造成的低基期效應所影響，而且反彈幅度也比預期的要來得低。若扣除掉低基期效應後，其實整體通膨降溫的趨勢並沒有改變，而且幾乎所有的潛在通膨指標皆持續下降。值得注意的是，短期通膨預期出現顯著的降溫，而長期通膨預期目前也大致維持在 2% 左右。展望未來，隨著能源衝擊消退、供應鏈瓶頸解除、疫後重啟的激勵淡化、各國撤銷補貼政策、緊縮貨幣政策發酵，預期通膨將於今年進一步放緩。

## 結論

ECB 強調目前的貨幣政策施政方針是依循數據操作，但目前的通膨並非毫無上行風險，其中紅海地區的地緣政治風險，對於能源價格與貨運價格形成支撐，而景氣的築底回溫，也將使得通膨的下行趨勢變得較為崎嶇，至於新一年的薪資談判通常都在年初舉行，這就代表著至少需要等到年中才能確立薪資成長率的下行趨勢，也因此總裁拉加德才會表明，委員會的內部共識是目前討論降息還維持過早，認為通膨下降的進程需要進一步推進才能提供委員會足夠的信心，所以也重申降息循環預期到夏季才會啟動。

### 3-3-3. 歐元區 12 月份貨幣供給、第四季銀行貸款調查：銀行不再大力收緊授信標準，私部門貸款動能改善

單就整體的數字來看，不論是貨幣供給 M3 增速止跌回升、貨幣供給 M1 增速止跌趨穩，又或者是貨幣供給 M1 與貨幣供給 M3 的年變動率差距收斂來看，都透露出景氣落底的跡象。若再更加細部觀察貨幣供給 M3 止跌回升的成因，雖然歐元弱勢、外國利率更加具有吸引力所帶動的海外資產成長率揚升為主要貢獻，但庫存去化循環接近尾聲、訂單下降的速度不再進一步惡化，令廠商與商家開始為新一波的景氣循環展開佈局所帶動的企業貸款成長率回升亦功不可沒。其實歸根究柢，都還是由於銀行由於風險認知改善，因此不再大力收緊授信標準所致。從 ECB 的角度來看，如果要讓銀行轉為放寬授信標準，進而促成經濟進入復甦的軌道，降息可說是勢在必行，只不過由於為了避免通膨出現復燃的風險，因此料將難以見到貿然降息的決策，同時也不易看到快速的降息步伐，雖然市場對於首次降息的預期目前已由第一季底遞延至第二季初，但時間點與總裁拉加德所提及的夏季仍有所出入，代表著降息預期仍有調整的空間存在。

## 數據總覽

歐洲央行於 1 月 26 日公佈 12 月份貨幣供給及貸款：首先，貨幣供給 M3 由前月的年減 0.9%，顯著回升至年增 0.1%，除了連續第四個月回升之外，更睽違六個月以來首度呈現正成長；其次，貨幣供給 M1 由前月的年減 9.5%，回升至年減 8.5%，過去四個月當中，已有三個月較前月回升；再者，調整後家庭貸款僅由前月的年增 0.5%，小幅下降至年增 0.3%，延續 2022 年第三季以來的下行趨勢；此外，調整後企業貸款由前月的年增 0.0%，回升至年增 0.4%，睽違十五個月以來首度連續兩個月都較前月回升。

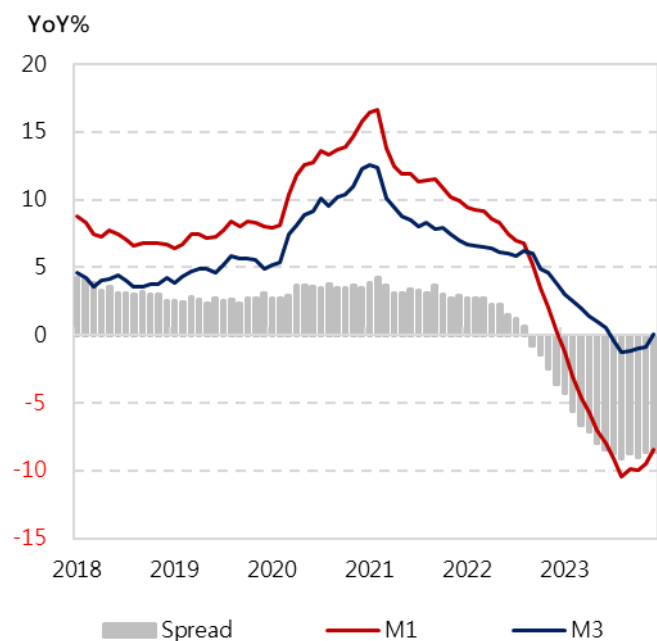
### 貨幣環境仍不甚寬鬆，但已脫離最為緊俏的時刻

雖然 12 月份貨幣供給 M3 僅年增 0.1%，仍舊處在 1971 年有資料以來的低檔水平，甚至與次貸風暴時最為嚴峻的期間平均年減 0.2% 相去不遠，且 11 月份貨幣供給 M1 為年減 8.5%，同樣處在 1981 年有資料以來的低檔水平，甚至遠遠低於次貸風暴時期的低點年增 0.2%，顯示貨幣環境處於不甚寬鬆的狀態。(圖 3-3-3-1)

然而，若仔細觀察可以發現到，貨幣供給 M3 及貨幣供給 M1 的年變動率，相比於 2021 年第三季至 2023 年第四季的下行趨勢，前者目前已經出現止跌反彈的情勢，連續第四個月回升，而後者則是止跌趨穩，在過去四個月當中，已有三個月較前月回升，代表著貨幣環境並未進一步趨緊。

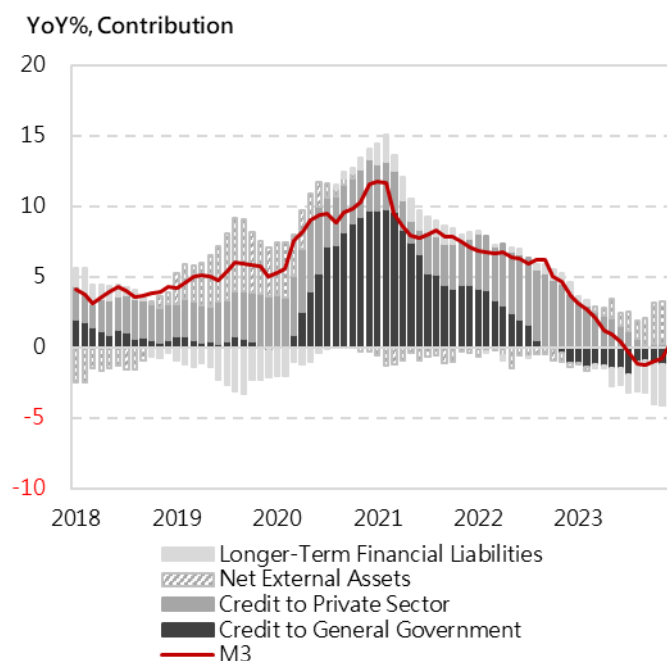
另外，從貨幣供給 M1 與貨幣供給 M3 的年變動率差距來看，12 月份兩者僅相差 8.6 個百分點，較 8 月份的 9.1 個百分點收斂，相比於 2021 年第四季至 2023 年第三季連月擴大的情勢，在過去四個月當中，已有三個月較前月收斂，意味著資金動能沒有變得更为疲弱。

圖 3-3-3-1：貨幣供給



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-3-3-2：M3 所對應到的金融機構資產負債表組成項目



資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 雖說海外資產增加是貨幣供給回升的主因，然私部門貸款的正貢獻度也在逐漸提升

細究貨幣供給 M3 所對應到的金融機構資產負債表組成項目來看，貨幣供給 M3 之所以能夠止跌回升，主要受惠於歐元弱勢，加上外國利率更具吸引力所致，海外資產對於貨幣供給 M3 年變動率的貢獻度，在 2022 年 5 月份達到負 1.5 個百分點的最差表現後，便開始逐漸回升，在 2023 年 3 月份首次轉為正貢獻，並且於 2023 年 12 月份來到正 3.2 個百分點。

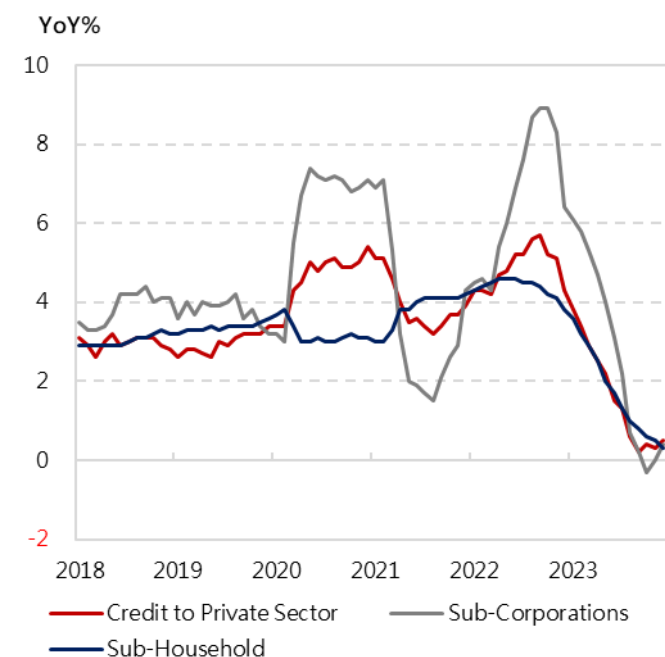
然而，若仔細觀察可以發現到，海外資產雖然是帶動貨幣供給 M3 年變動率止跌回升的主要因素，實際上私部門貸款也默默地在提供支持。私部門貸款對於貨幣供給 M3 年變動率的貢獻度，自 2022 年 9 月份的相對高點正 5.2 個百分點開始逐月減低，但卻在 2023 年 9 月份觸及相對低點正 0.1 個百分點，並且在 2023 年 10 月份回升至正 0.3 個百分點，在歷經一年的下行後首度反彈，並於 2023 年 12 月份進一步來到正 0.6 個百分點，反映民間的信貸循環正在出現改善。(圖 3-3-3-2)

### 企業融資狀況好轉、家庭信貸壓力趨緩，雙雙帶動私部門貸款動能改善

細究私部門貸款的組成細項來看，12 月份調整後家庭貸款僅由前月的年增 0.5%，小幅下降至年增 0.3%，2022 年第三季以來的下行趨勢雖然仍然延續，但相比於 2022 年底至 8 月份的快速下降期，過去四個月的下降速度已經逐漸放慢。

所幸，庫存去化循環接近尾聲、訂單下降的速度不再進一步惡化，廠商與商家開始為新一波的景氣循環展開佈局，12 月份調整後企業貸款由前月的年增 0.0%，回升至年增 0.4%，睽違十五個月以來首度連續兩個月較前月回升；其中，與日常營運相關的一年期以內貸款，由前月的年減 7.9%，回升至年減 4.7%，同樣睽違十五個月以來首度連續兩個月較前月回升；此外，與長期投資相關的五年期以上貸款，雖由前月的年增 1.3%，小幅下降至年增 1.2%，仍高於 10 月份的 2016 年第二季初以來低點 1.1%。(圖 3-3-3-3、圖 3-3-3-4)

圖 3-3-3-3：私部門信貸



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-3-3-4：各年限企業貸款



資料來源：Bloomberg、元大投顧

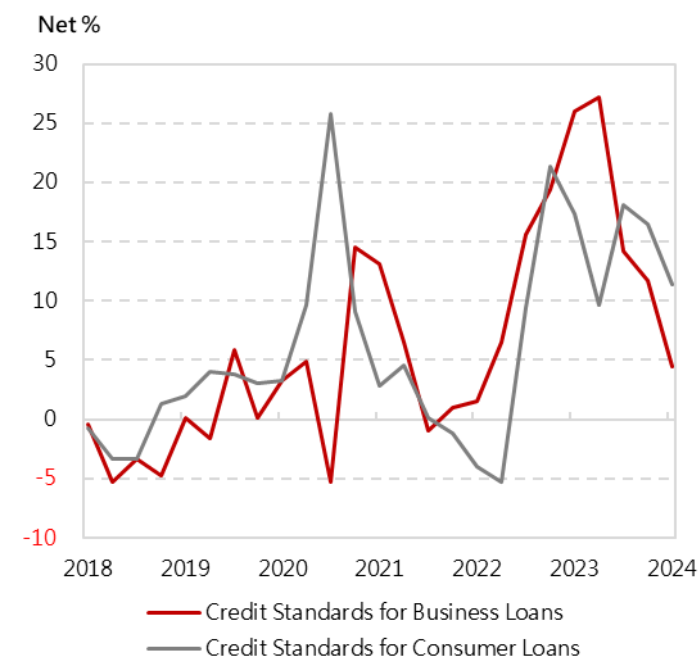
### 銀行風險認知改善，不再大力收緊授信標準

企業貸款動能之所以能夠止跌回升，而家庭貸款動能之所以降溫速度放緩，從 ECB 所公布第四季銀行信貸調查來看，都與銀行進一步收緊授信審查標準的力道減輕有很大的關係。(圖 3-3-3-5)

銀行在第四季回報收緊企業授信審查標準的淨比例，由前季的 12% 下降至 4%，除了是連續第三個季度下降之外，也創下兩年以來的最低水平。若以企業規模而言，對於小企業收緊的淨比例為 5%，而對於大企業收緊的淨比例則為 4%，兩者皆已十分靠近分水嶺 0%。細究影響銀行對於企業貸款授信標準的因素當中，不論是風險認知，又或者是資金成本，皆有所改善；其中，在風險認知的部份，經濟前景、特定產業/公司展望、需求擔保品的風險等三項因素，緊縮淨比例分別由 12%、16%、6%，下降至 10%、12%、4%；至於，在資金成本的部份，資本部位、獲得市場融資能力、流動性部位等三項因素，緊縮淨比例則分別由 2%、2%、5%，下降至 0%、-1%、0%。

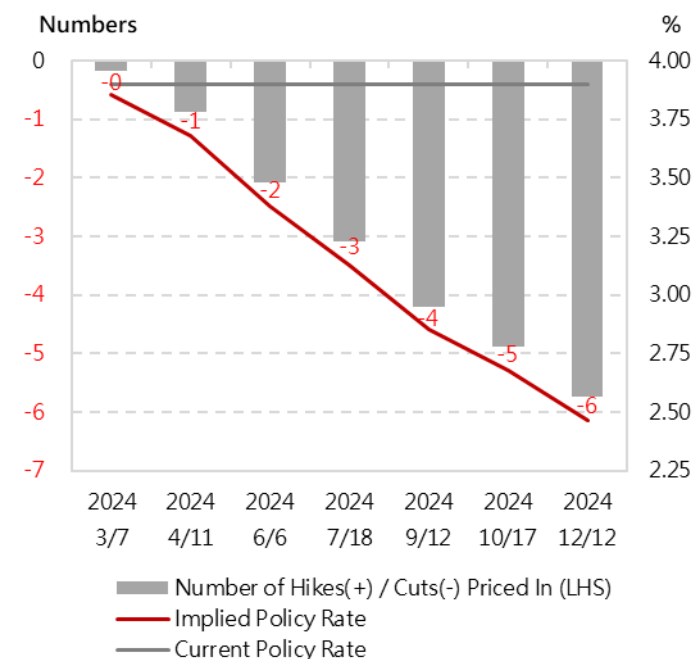
銀行在第四季回報收緊消費性貸款審查標準的淨比例，由前季的 16% 下降至 11%，除了過去五個季度裏頭共計四個季度較前季下降之外，還創下一年半以來的新低水平。細究影響銀行對於消費性貸款審查標準的因素當中，風險認知同樣也出現改善，包括經濟前景、消費者財務狀況、需求擔保品的風險等三項因素，緊縮淨比例分別由 10%、10%、2%，下降至 8%、7%、1%。

圖 3-3-3-5：銀行貸款審查標準



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-3-3-6：市場降息預期



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 總結

整體而言，單就整體的數字來看，不論是貨幣供給 M3 增速止跌回升、貨幣供給 M1 增速止跌趨穩，又或者是貨幣供給 M1 與貨幣供給 M3 的年變動率差距收斂來看，都透露出景氣落底的跡象。若再更加細部觀察貨幣供給 M3 止跌回升的成因，雖然歐元弱勢、外國利率更加具有吸引力所帶動的海外資產成長率揚升為主要貢獻，但庫存去化循環接近尾聲、訂單下降的速度不再進一步惡化，令廠商與商家開始為新一波的景氣循環展開佈局所帶動的企業貸款成長率回升亦功不可沒。其實歸根究柢，都還是由於銀行由於風險認知改善，因此不再大力收緊授信標準所致。從 ECB 的角度來看，如果要讓銀行轉為放寬授信標準，進而促成經濟進入復甦的軌道，降息可說是勢在必行，只不過由於為了避免通膨出現復燃的風險，因此料將難以見到貿然降息的決策，同時也不易看到快速的降息步伐，雖然市場對於首次降息的預期已由第一季底遞延至第二季初，但時間點與總裁拉加德所提及的夏季仍有所出入，代表著降息預期仍有調整的空間存在。(圖 3-3-3-6)

表 3-3-3-1：貨幣供給數據統計表

YoY%	2023 Dec	2023 Nov	2023 Oct	2023 Sep	2023 Aug	2023 Jul
貨幣供給						
M3	0.1	-0.9	-1.0	-1.2	-1.3	-0.4
M2	-0.9	-1.9	-2.2	-2.2	-2.4	-1.4
M1	-8.5	-9.5	-10.0	-9.9	-10.4	-9.1
貨幣供給 M3 所對應到的金融機構資產負債表組成項目						
貸予政府	-2.5	-2.8	-2.6	-2.1	-2.1	-2.8
貸予私部門	0.5	0.3	0.4	0.2	0.6	1.3
經調整企業貸款	0.4	0.0	-0.3	0.2	0.7	2.2
一年期以內	-4.7	-7.9	-9.5	-9.0	-7.8	-3.1
五年期以上	1.2	1.3	1.1	1.4	1.8	2.0



經調整家庭貸款	0.3	0.5	0.6	0.8	1.0	1.3
海外資產淨值	39.4	36.4	35.7	23.7	15.2	15.4
長期金融負債	5.1	5.5	5.6	4.9	4.5	4.0

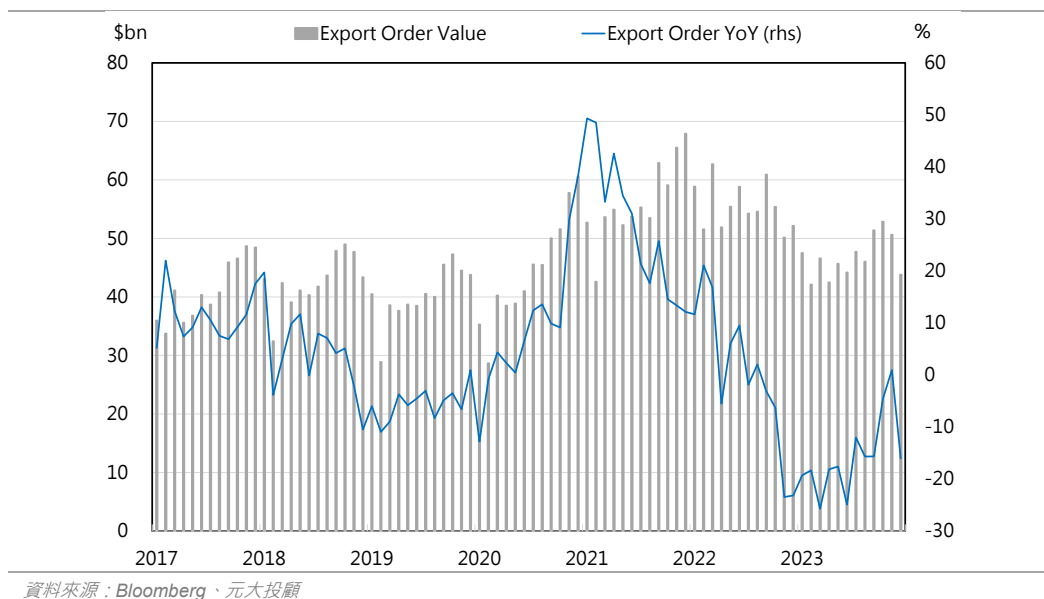
資料來源：Bloomberg、元大投顧

## (四)台灣

### 3-4-1. 台灣 2023 年 12 月外銷訂單：終端需求疲弱、庫存去化持續，加以低基期效應消除，外銷訂單年率重挫

受制於通膨及升息，全球終端需求仍顯疲弱，產業也持續去化庫存，加上 2022 年同期中國大陸解封，墊高比較基期，去年 12 月台灣外銷訂單年率再度轉為重挫，跌幅之大超乎預期。展望未來，儘管去年 1 月外銷訂單重挫 19.3%，以及今年 1 月工作天數達到 22 天，明顯多於去年 1 月的 16 天，有利今年 1 月年率有所表現，但考量目前主要國家大致仍維持政策利率於高檔，貨幣政策滯後衝擊的陰影籠罩，投資、備貨意願保守與需求疲弱態勢基本未變，加上標普全球去年 12 月台灣製造業 PMI 中的出口訂單持續減少，去年 12 月中華經濟研究院製造 PMI 中的新增出口訂單 42.9 仍低於歷年同月平均 50.3，反映外需能見度仍偏疲軟，預期 1 月外銷訂單年率仍將明顯衰退。

圖 3-4-1-1：外銷訂單-總金額與成長率



## 數據總覽

經濟部統計處於 1 月 22 日公佈去年 12 月外銷訂單，年率由上月的 1% 回落至 -16%，不只再度轉為衰退，且創下 2023 年 6 月以來最大跌幅，明顯不如市場預測中位數 -1.3%，也跌破市場預測區間 -5%~1.9%、經濟部統計處預測區間 -8%~-4.2% 下界(圖 3-4-1-1)。

### 終端需求低迷、供應鏈去化庫存、低基期效應消除，電子類接單萎縮

7 大主要接單貨品全數衰退，結構不如上月的 3 增 4 減。接單金額破百億美元的電子產品、資訊通信分別重挫 12.9%、25.3%，跌幅為去年 8 月、6 月後最大，反映全球通膨及升息效應，使得終端需求低迷，加上供應鏈去化庫存，抑制晶圓代

工、印刷電路板、晶片通路、手機、筆電、網通產品接單。光學器材也微減 0.3%，中斷前 4 個月的成長，反映背光模組接單減少的影響 (圖 3-4-1-2)。

### 終端需求疲弱、海外同業競爭，傳統產業接單續減

在全球景氣走緩，鋼品需求疲弱下，基本金屬連續第 21 個月衰退，年減幅也中斷前 5 個月的好轉，從上月的-0.3%惡化至-1.7%。塑橡膠製品年減 15.2%，較前 2 個月惡化，表現為去年 7 月後最差，主因終端消費需求低迷，下游客戶備料保守，加上海外同業產能開出，致價格低於上年同月。化學品年減 6.5%，維持 2022 年 7 月起的衰退狀態，同樣反映終端需求疲弱，以及海外同業產能開出，至價格低於上年同月的影響，但表現已較前 2 個月改善，為 2022 年 7 月後最佳。礦產品連續第 9 個月下跌，但跌幅中斷前 2 個月的擴大，縮減至 7.2%(圖 3-4-1-4、圖 3-4-1-5)。

### 資本支出意願不振，設備產品接單持續低落

全球經濟展望不佳，業者對設備投資保守觀望，導致機械連續第 22 個月萎縮，但表現已連續第 3 個月好轉至-10.5%，為去年 9 月後最佳。日圓大幅貶值，價格競爭力提升，台灣運輸工具及其設備年減 30.7%，自去年 6 月起持續萎縮，且減幅連續 10 個月超過 2 成，創下 2015 年 10 月後最差成績。電機產品連續第 10 個月緊縮，但年減幅從上月的 9.5%縮小至 5.4%(圖 3-4-1-3)。

### 供應鏈移轉，東協接單高速成長

5 大主要市場中，受供應鏈移轉效應影響，過去由歐洲下單的廠商改由東協下單，東協接單連續第 4 個月高速成長，其餘地區均下挫，不如上月的 2 增 3 減。最大市場美國年減 21.6%，連續 14 個月衰退，且較上月的-2.4%明顯惡化，反映資訊通信產品接單重挫 34.3%的影響。第 2 大市場中國大陸及香港，中斷前 2 個月的成長，年減 3.5%，主要受到塑橡膠製品減少 26.5%、化學品衰退 12.4%拖累。歐洲接單在資訊通信產品衰退 47.7%的拖累下重挫 39.4%，連續 11 個月緊縮，且跌幅再度擴大。東協接單在資訊通信產品暴增 207.1%激勵下年增 32.4%，但為 4 個月來最小增幅。日本接單連續 7 個月下挫，且連續 2 個月惡化至-30.5%，反映資訊通信減少 41.2%、電子產品下挫 19.1%的影響(圖 3-4-1-6、圖 3-4-1-7)。

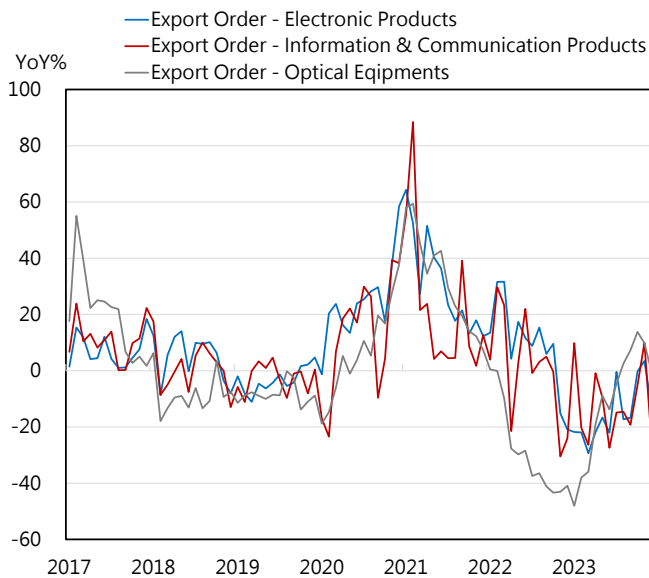
### 未來展望

受制於通膨及升息，全球終端需求仍顯疲弱，產業也持續去化庫存，加上 2022 年同期中國大陸解封，墊高比較基期，去年 12 月台灣外銷訂單年率再度轉為重挫，跌幅之大超乎預期。不過，在資訊通信產品提升國內生產比重下，外銷訂單海外生產比較 2022 年同月下降 4.35 個百分點至 48.57%，略為減弱外銷訂單大減 16%對於台灣出口、經濟成長動能的打擊。

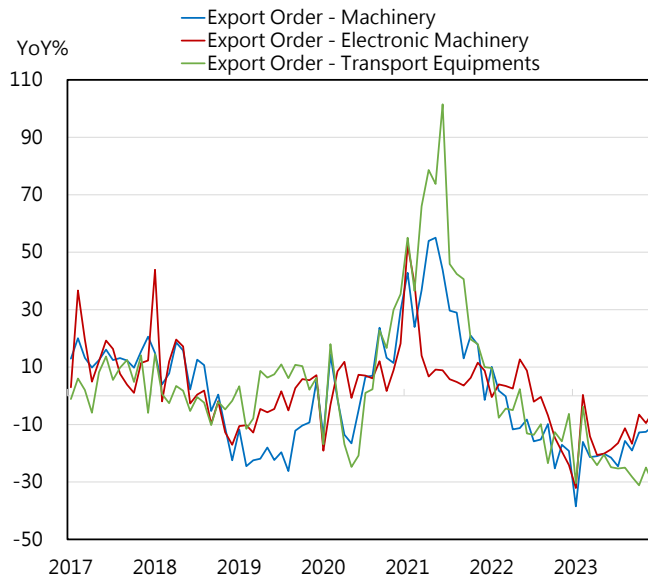
展望未來，儘管今年 1 月工作天數達到 22 天，明顯多於去年 1 月的 16 天，有利今年 1 月年率有所表現，但考量目前主要國家大致仍維持政策利率於高檔，貨幣政策滯後衝擊的陰影籠罩，投資、備貨意願保守與需求疲弱態勢基本未變，加上中國商務部去年 12/15 公告指出台灣禁止進口中國產品，已構成貿易壁壘，增添自行車、工具機及機械、手工具、螺絲扣件、鑄造業、紡織、塑膠及橡膠等產業的貿易風險，今年 1/1 針對 ECFA 早收清單中的丙烯、對二甲苯等 12 項稅目取消優惠進口關稅，1/9 更表示正在研究進一步採取終止 ECFA 早收清單中的農漁、機械、汽車零件、紡織品等產品關稅減讓，以及美中貿易紛爭、地緣政治風險、紅海衝突等因素干擾，且標普全球去年 12 月台灣製造業 PMI 中的出口訂單持續減少、去年 12 月中華經濟研究院製造 PMI 中的新增出口訂單 42.9 仍低於歷年同月平均 50.3、外銷訂單金額動向指數連續第 3 個月緊縮，且下滑至 46.5，反映外需能見度仍偏疲軟，加上去年 12 月中國解封，墊高比較基期的效應可能遞延至 1 月，經濟部預估 1 月外銷訂單將年減 15.8%~年減 20%，而我們依據外銷訂單金額動向指數推估的 1 月外銷訂單可能年減 19.5%，因此預期 1 月外銷訂單年率可能仍將明顯衰退。

圖 3-4-1-2：外銷訂單-科技產業

圖 3-4-1-3：外銷訂單-設備產業

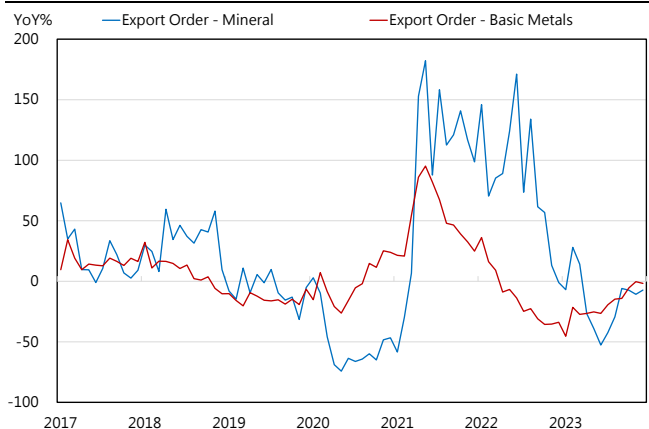


資料來源：Bloomberg、元大投顧



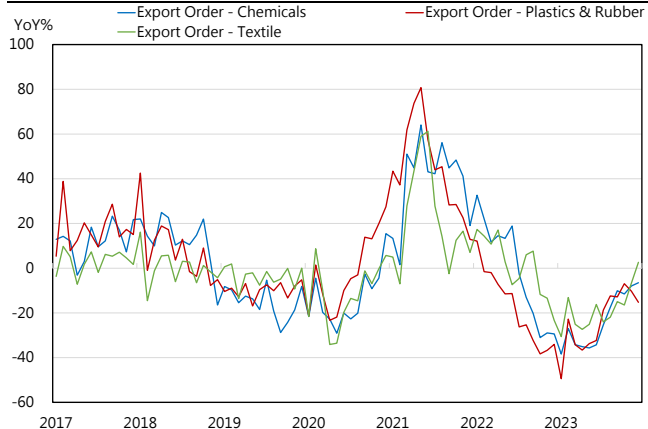
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-1-4：外銷訂單-傳產產業



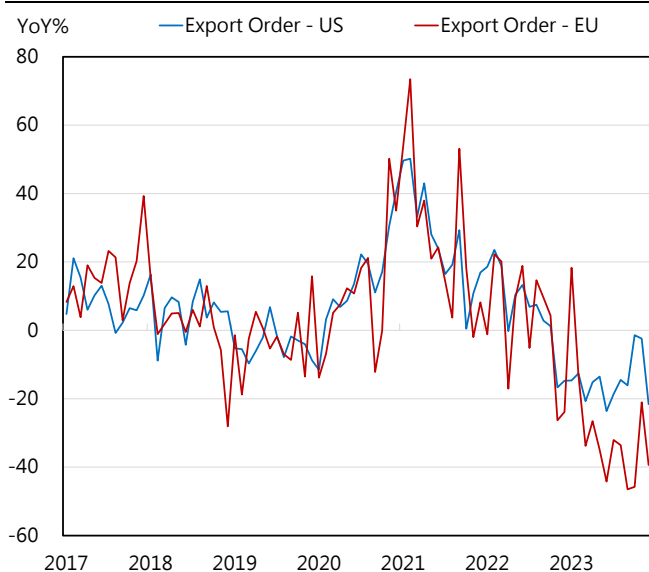
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-1-5：外銷訂單-傳產產業



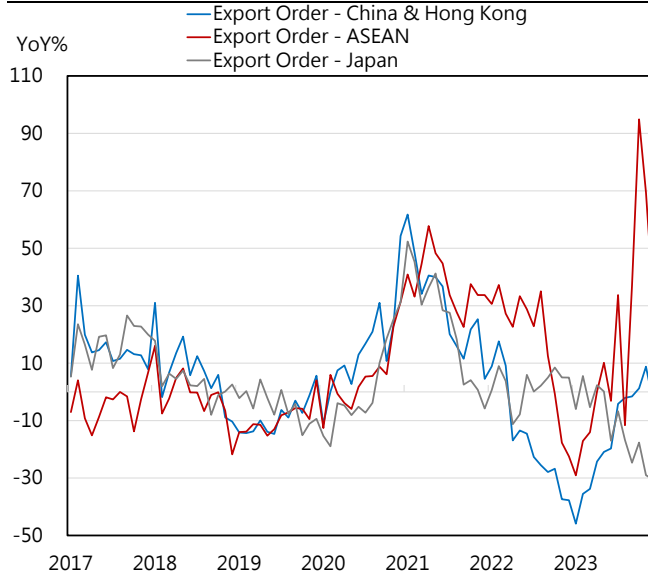
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-1-6：外銷訂單-美國、歐洲



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-1-7：外銷訂單-中國大陸及香港、東協、日本



資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 3-4-1-1：外銷訂單數據統計表

YoY%	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul
	2023	2023	2023	2023	2023	2023
外銷訂單	-16.0	1.0	-4.6	-15.6	-15.7	-12.0
產品別						
化學品	-6.5	-7.9	-11.5	-10.1	-17.5	-25.3
塑橡膠製品	-15.3	-10.3	-7.0	-12.8	-12.4	-18.7
紡織品	2.6	-6.7	-16.4	-14.9	-21.9	-24.0
基本金屬製品	-1.7	-0.3	-5.4	-14.1	-14.8	-19.4
電子產品	-12.9	3.5	-0.3	-16.7	-17.3	-0.4
機械	-10.5	-12.5	-12.8	-19.1	-15.7	-24.6
電機機械產品	-5.4	-9.5	-6.5	-16.7	-11.3	-16.4
資訊通信產品	-25.3	10.0	-5.2	-19.2	-14.6	-14.9
光學器材	-0.3	9.8	13.8	7.3	2.5	-4.6
運輸設備	-30.7	-25.0	-31.2	-28.2	-25.0	-25.3
礦物製品	-7.2	-10.8	-7.4	-5.9	-29.4	-42.4
其它製品	-17.4	-12.1	-8.2	-5.9	-11.9	-11.1
國家別						
日本	-30.5	-29.0	-17.6	-24.7	-16.7	-6.7
美國	-21.6	-2.4	-1.4	-16.1	-14.5	-18.6
其它國家	-9.6	-8.5	-13.9	-13.4	-19.8	-27.3
歐洲	-39.4	-21.1	-45.8	-46.5	-33.6	-32.0
中國及香港	-3.5	8.8	1.2	-1.6	-2.0	-4.2
東南亞國協	32.4	69.4	94.9	37.1	-11.6	33.7

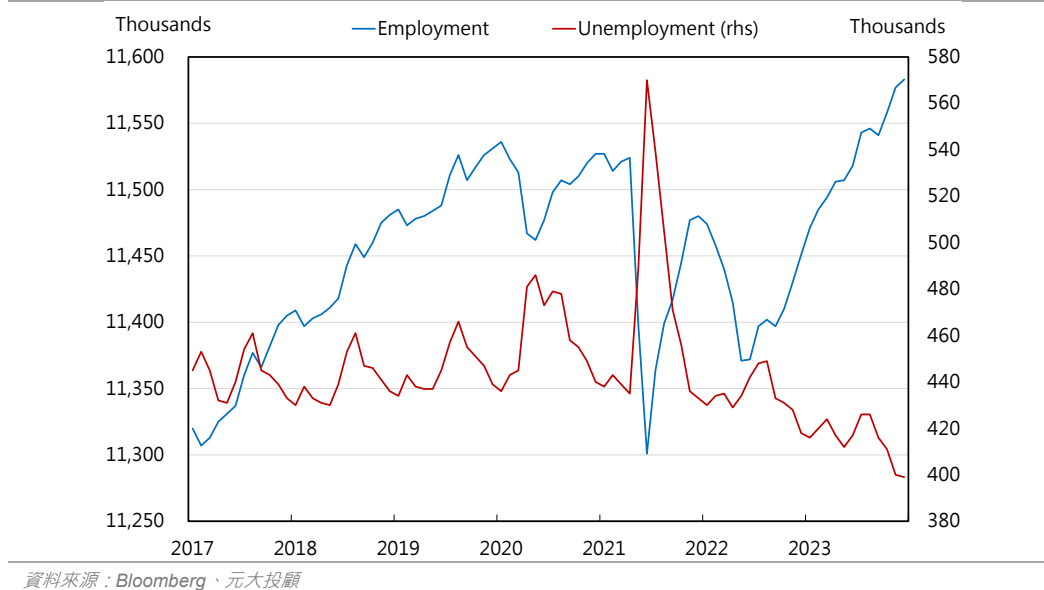
資料來源：Bloomberg、元大投顧

3-4-2. 台灣去年 12 月失業：季調後失業率續低，創 2000 年 12 月後次低

在服務、工業部門就業各增加 6 千人、1 千人，抵銷農業部門月減 1 千人下，去年 12 月就業人數較上月增加 6 千人至 1,158.3 萬人，失業人數則因工作場所業務緊縮或歇業者月減 6 千人，抵銷對原有工作不滿者月增 3 千人而月減 1 千人至 39.9 萬人，致失業率月減 0.01 個百分點至 3.33%。經過季節調整後，失業率較上月回升 0.03 個百分點至 3.4%，符合市場預測中位數(市場預測範圍 3.3%~3.4%)，居 2000 年 12 月 3.37%後次低。

去年 12 月服務業、工業就業人數持續成長，季調失業率仍居歷史低檔，反映勞動市場持穩。展望未來，儘管去年 12 月中經院、S&P Global 製造業 PMI 中的人力雇用指標持續緊縮，反映製造業雇用仍然乏力，但考量無薪休假實施人數續降，顯示因業務量減少，勞雇雙方減少工時的情況有所舒緩，加上服務業就業人數比重占 6 成，而中華經濟研究院所編製的非製造業 NMI 中的人力雇用指標穩健擴張，且去年 12 月受訪消費者對未來半年國內就業機會的看法僅次於上月，居去年 4 月後次佳，勞動部去年第 4 次人力需求調查更顯示，今年 1 月底事業單位人力需求預計較去年 10 月底淨增加 4.9 萬人，為 2011 年後同期第 3 多，代表企業用人需求成長，受訪者感受到勞動市場氣氛的改善，勞動參與率也持續上揚，研判未來勞動市場將續持穩。

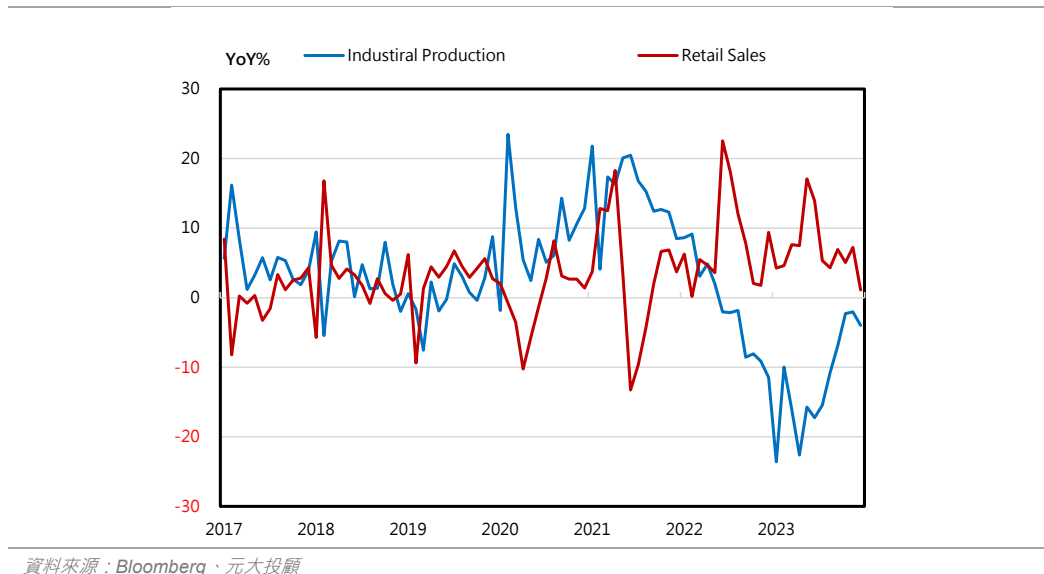
圖 3-4-2：台灣就業、失業人數



### 3-4-3. 台灣 2023 年 12 月工業生產、零售餐飲：工業生產續減，零售及餐飲業營業額溫和成長，產業景氣仍分歧

去年 12 月工業生產年率未如預期進一步改善，反而小幅拉回，主要是終端需求疲弱，導致大部分產品生產減少，連前 5 個月受惠於人工智慧商機而持續增產的電腦、電子產品及光學製品業也難以倖免，而基本金屬業儘管恢復增產，但主要受惠於低基期與部分客戶回補庫存，需求動能不夠純粹、穩定。至於去年 12 月零售業營業額年率雖然滑落，不如預期，但前月表現意外優異，加上買氣不足主要是農曆年節較晚與氣溫偏暖遞延消費需求所致，因此暫時毋須對此感到憂慮。餐飲業營業額年率儘管連續 3 個月成長放緩，但增速仍高於預期與長期平均，反映節慶聚餐出遊商機與後疫情時代旅運需求的釋放。整體而言，目前台灣產業活動仍保持製造業低迷、消費相關產業溫和成長狀態。

圖 3-4-3-1：工業生產、零售銷售



## 工業生產數據總覽



經濟部統計處於 1 月 23 日公布去年 12 月工業生產，工業生產指數年減 3.99%，連續第 19 個月低於上年同期，且在主力製造業加速減產 4.19%，略為低於經濟部統計處初估區間-4%~0.3%下界的拖累下，中斷前 5 個月的改善態勢，較上月-2.05%惡化，未如市場預測中位數(-1.05%)般進一步好轉，但仍處於市場預測區間-4.2%~1.4%內(圖 3-4-3-1、圖 3-4-3-2)。

### 終端需求不振，資訊電子產品減產

6 大主要中行業中，僅基本金屬業增產，其餘均減產，結構同於上月的 1 增 5 減。其中，權重最大的電子零組件業連續第 16 個月衰退，且跌幅連續第 2 個月擴大至 4.31%，持續反映終端電子產品消費動能疲弱，以及供應鏈庫存調整對晶圓代工、IC 載板、構裝 IC 等產品生產的衝擊。電腦電子產品及光學製品業年減 1.88%，終止前 5 個月的增產，主要是終端產品需求疲軟，廠商訂單萎縮，導致工業電腦、通訊傳播設備、半導體檢測設備及零組件、其他電腦週邊設備及零組件等均減產(圖 3-4-3-3)。

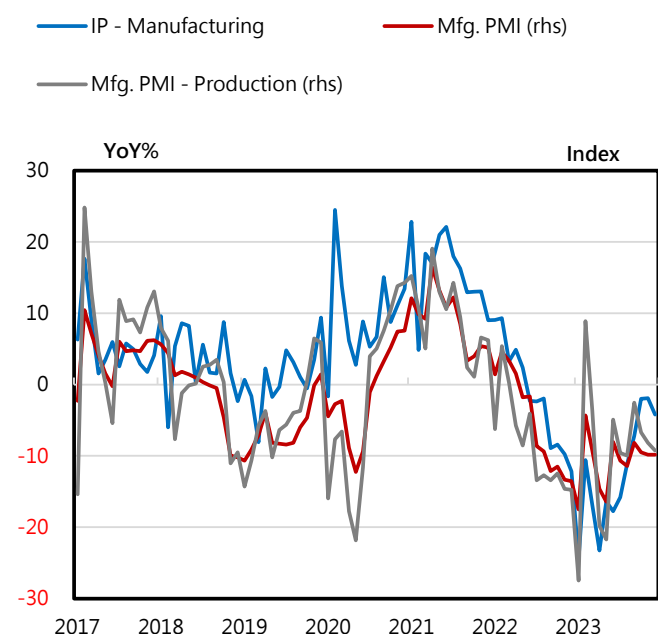
### 終端需求續疲，壓抑傳產貨品生產

基本金屬業中斷前 3 個月的減產，恢復增產 4.83%，主要是部分下游客戶在庫存去化後出現回補需求，加上 2022 年同月產線歲修，比較基數偏低，以致熱軋鋼捲板、鋼胚、鋼筋、冷軋鋼捲板等增產較多。化學材料及肥料業減產 3.69%，表現不如上月的-0.43%，且保持 2021 年 12 月起的減產態勢，反映終端需求不振，客戶持續去化庫存，加上海外擴增產能，競爭加劇，廠商降低產能利用率、部分石化廠安排檢修因應，導致拋光矽晶圓、丙稀、ABS 樹脂等減產較多(圖 3-4-3-4)。

### 全球景氣低緩，企業資本支出意願保守

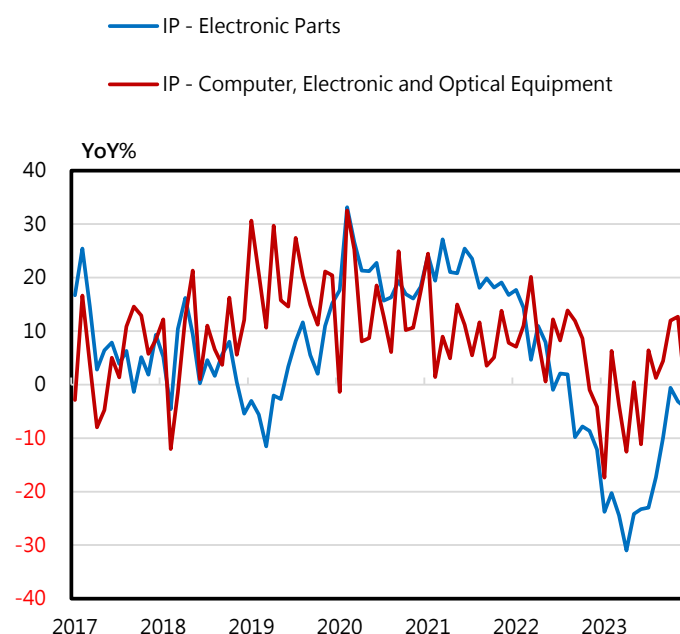
全球景氣展望仍然欠佳，企業設備投資意願保守，抑制廠商接單，機械設備業生產動能連續 15 個月以雙位數速度衰減，尤其是電子及半導體生產用設備及零組件、表面處理設備、食品飲料及菸草製作用機械及零組件等減產較多，但減幅已連續第 2 個月縮小至 11.31%。汽車及其零件業減產 1.27%，中斷前 2 個月的增產，主要是大型貨車需求趨緩，加以全地形沙灘車及曳引車等訂單縮減(圖 3-4-3-5)。

圖 3-4-3-2：製造業生產、PMI



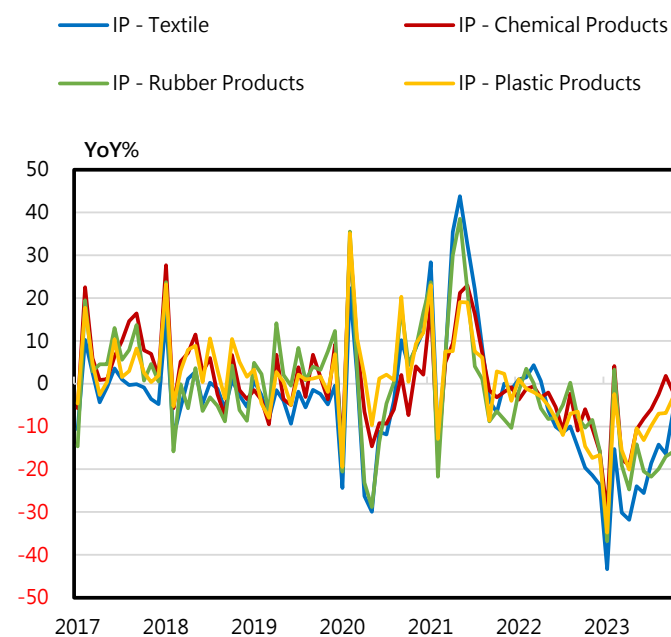
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-3-3：工業生產-科技產業產品



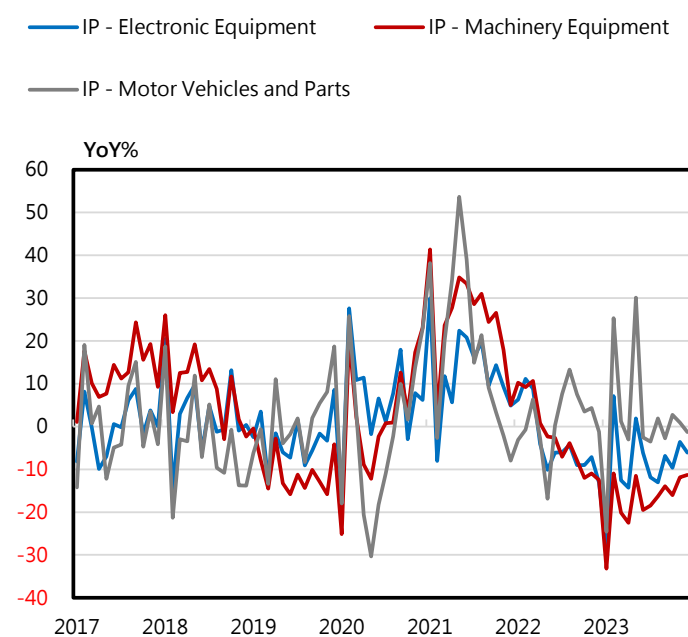
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-3-4：工業生產-傳產產業產品



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-3-5：工業生產-設備產業產品



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 未來展望

整體而言，去年 12 月工業生產年率未如預期進一步改善，反而小幅拉回，主要是終端需求疲弱，導致大部分產品生產減少，連前 5 個月受惠於人工智慧商機而持續增產的電腦、電子產品及光學製品業也難以倖免，而基本金屬業儘管恢復增產，但主要受惠於低基期與部分客戶回補庫存，需求動能不夠純粹、穩定。

展望未來，儘管後疫情時代需求從商品轉向服務後，終端需求不振、業者持續去化庫存，加上主要國家為對抗高通膨，利率水準仍保持高位，滯後衝擊陰影與超額儲蓄即將耗盡的風險籠罩下，設備投資、備貨意願保守與需求受限態勢基本未變，去年 12 月標普全球台灣製造業 PMI 中的新增訂單數量連續第 20 個月減少，且跌幅創下 9 月以來最大，12 月中經院台灣製造業 PMI 中的新增訂單數量也緊縮加快，外銷訂單更重挫 16%，12 月製造業生產量產值動向指數同樣持續衰退，反映減產可能性較大，並且美中角力、俄烏戰爭、以巴衝突等地緣政治風險干擾生產，紅海衝突恐衝擊全球供應鏈等因素，可能不利工業生產有所表現。

但，考量高效能運算、人工智慧、車用電子等新興科技應用持續擴展，以及農曆春節前的備貨需求陸續釋出，加上庫存去化過程接近結束，有助製造業生產量能，以及製造業生產量產值動向指數以 49.8 高於歷年同月平均 46，顯示生產動能不如上月的程度弱於過往，均反映生產動能有所恢復，且今年 1 月工作天數達到 22 天，明顯多於去年 1 月的 16 天，也有利今年 1 月年率有所表現。並且，經濟部統計處初估，1 月身為工業生產主力的製造業將年增 9.6%~年增 14.7%，預期在主力製造業帶動下，1 月工業生產年率將有機會擺脫前 19 個月的衰退格局。

從產值動向指數產業別來看，1 月表現較佳的產業可能是汽車及其零件業(67.1)，化學材料及肥料業(50.6)、電子零組件(49.9)、電腦、電子產品及光學製品業(49.8)大致持平，基本金屬業(43.5)、機械設備業(45)的表現則可能較差。

## 零售餐飲數據總覽

經濟部統計處於 1 月 23 日公布去年 12 月零售、餐飲業營業額，零售業營業額年率連續第 28 個月成長，但從上月的 7.2% 回落至 1.1%，低於經濟部統計處初估區間 2.8%~5.8%，且為 2022 年 2 月後最低，遜於 2000~2022 年平均 2.6%、2000~2022 年同月平均 3.1%。餐飲業營業額年增 7.5%，連續第 20 個月成長，且高於 2000~2022 年平均 5.4%、

2000~2022 年同月平均 6.2%，並超出經濟部統計處初估區間 3%~6% 上界，但增速連續 3 個月放緩，為 2022 年 4 月後最低(圖 3-4-3-1、圖 3-4-3-6、圖 3-4-3-7)。

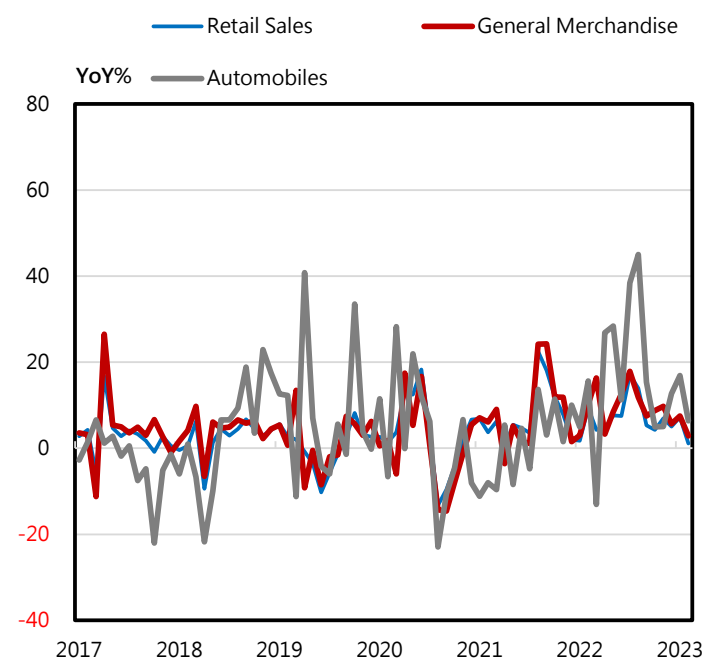
### 農曆年節較晚、氣溫偏暖，遞延零售業買氣

綜合商品零售業年率回落至 2.8%，主要是 2024 年農曆春節較晚，年節應景商品及禮盒買氣推遲，導致百貨公司、零售式量販業營收轉為減少，加上超級市場、其他綜合商品零售業成長放緩所致。各品牌持續擴大促銷方案，加以多款新車陸續上市推升買氣，汽機車及其零配件、用品零售業營收連續 11 個月成長，但從上月的年增 16.9% 下滑至 6.4%，中斷前 3 個月的加速。布疋及服飾品零售業年減 9.1%，一改上月的成長 12.9%，主因氣溫偏暖，致冬季服飾買氣低迷；資通訊及家電設備零售業、電子購物及郵購業分別年減 4.2%、2.8%，有別上月的成長 4.1%、成長 4.1%，主因消費性電子產品及保暖商品買氣偏弱，加以上年同月因家電及尾牙禮品等年節採買商機提前發酵，墊高比較基數(圖 3-4-3-6)。

### 節慶與旅運需求挹注，餐飲業營業額成長仍快

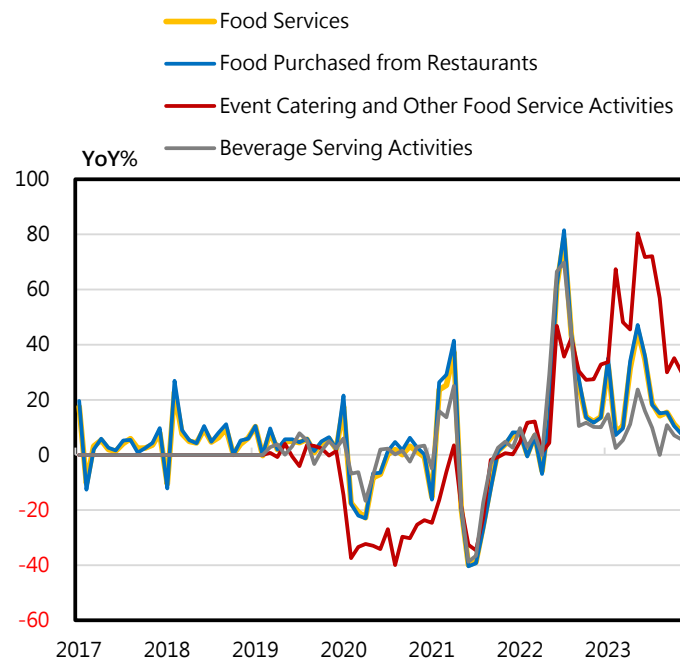
餐館業營收年率回升 0.1 個百分點至 7.5%，主要是適逢聖誕節及跨年聚餐旺季，加以部分業者推出新品牌之吸客效應挹注。飲料店因結合檔期推出新品及促銷活動，加以連假出遊人潮熱絡，年增 1.2%，但年率連續 3 個月放緩。外燴及團膳承包業年增 24.8%，主因受惠航班載客人數提升，帶動空廚餐點需求增加所致，但年率連續 2 個月下滑(圖 3-4-3-7)。

圖 3-4-3-6：零售業營業額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-3-7：餐飲業營業額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 未來展望

整體而言，去年 12 月零售營業額年率雖然滑落，不如預期，但前月表現意外優異，加上買氣不足主要是農曆年節較晚與氣溫偏暖遞延消費需求所致，因此暫時毋須對此感到憂慮。餐飲業營業額年率儘管連續 3 個月成長放緩，但增速仍高於預期與長期平均，反映節慶聚餐出遊商機與後疫情時代旅運需求的釋放。

展望未來，儘管疫情期間所累積的超額儲蓄逐漸消耗，且去年 12 月 CPI 年增率連續 5 個月超過央行中期物價監控區間 0%~2%，持續侵蝕薪資成長幅度，打擊受薪階級實質購買力，央行可能直到 2024 上半年都將維持重貼現率於 1.875% 不變，加上 1 月假日天數較少，去年 1 月又適逢農曆春節長假的消費旺季，比較基期較高，不利 1 月年率有所表現。

但，考量去年 12 月勞動市場仍保持穩定，季調失業率創 2000 年 12 月後次低，且消費者信心悲觀程度連續 3 個月減輕，為去年 4 月後最佳，加上農曆年關將至，年節應景商品、汰舊換新及贈禮抽獎等新春商機可望逐步顯現，挹注零售業營收，而企業尾牙、部門聚餐高峰期到來，也有利於餐飲業業績，加上零售、餐飲業營業額動向指數均保持擴張，其中零售業的 52.8 高於往年同月平均 50，顯示營收將較上月成長，但幅度可能強於以往，餐飲業的 53.9 則低於往年同月平均 56.5，反映營收較上月成長的力道可能較弱，並且去年 12 月中經院零售業 NMI 中的新增訂單持平(50)，高於往年同月平均 48.6，預期 1 月零售業營業額仍將持續成長。據目前經濟部統計處初估，1 月零售業營業額可能年增 0.3%~3.3%。

不過，基於去年 1 月農曆春節墊高餐飲業營收的影響較零售業為大，預期 1 月餐飲業營業額將會低於上年同期。據經濟部統計處初估，1 月餐飲業營業額可能年減 6.2%~年減 3.2%。

表 3-4-3-1：工業生產數據統計表

YoY%	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul
工業生產	-3.99	-2.05	-2.27	-6.93	-10.81	-15.46
製造業	-4.19	-1.9	-2.01	-7.19	-11.13	-15.79
生產財	-4.35	-2.37	-1.84	-8.16	-12.79	-18.56
紡織品	-7.9	-5.73	-6.4	-16.41	-14.2	-18.6
化學製品	-0.63	9.46	-2.01	1.79	-2.46	-5.93
橡膠製品	-9.23	-8.7	-15.88	-17.03	-19.93	-21.73
塑膠製品	-1.32	4.55	-3.11	-6.85	-6.99	-9.88
基本金屬	4.83	-2.85	-4.63	-1.42	1.46	-8.49
金屬製品	-4.86	-4.09	-7.89	-10.04	-9.37	-10.78
電子零件	-4.31	-3.12	-0.61	-9.95	-17.31	-22.99
電腦電子及光學產品	-1.88	12.69	11.96	4.43	1.25	6.42
電機設備	-6.06	-3.62	-9.66	-6.88	-13.02	-11.83
機械設備	-11.31	-11.89	-16.01	-13.96	-16.34	-18.45
汽車及零件	-1.27	0.95	2.75	-2.75	1.89	-3.55

資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 3-4-3-2：零售、餐飲業營業額數據統計表

YoY%	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul
零售業	1.12	7.23	5.07	6.94	4.3	5.34
綜合商品零售業	2.84	7.53	5.71	9.74	8.77	7.48
食品零售業	7.84	-2.04	1.99	19.12	-4.73	-1.6
布疋及服飾品零售業	-9.13	12.92	0.57	10.18	4.81	8.91
家用器具及用品零售業	-2.68	4.34	4.52	5.84	4.35	4.51
醫藥用品及化粧品零售業	-0.12	6.15	6.22	3.62	5.49	6.29
文教育樂用品零售業	7.16	3.74	0.3	-0.69	-3.21	5.73
建材零售業	-10.38	-6.8	-5.22	-8.38	-11.45	-12.1
燃料及相關產品零售業	-1.75	0.63	2.17	5.66	1.73	-2.78
資通訊及家電設備零售業	-4.24	4.12	-0.64	-3.54	-3.74	-5.62
汽機車及其零配件零售業	6.36	16.92	12.72	5.01	4.94	15.36

其他專賣零售業	7.69	7.59	11.73	11.49	14.18	8.16
餐飲業	7.48	8.22	11.11	15.42	14.26	18.65
餐館	7.5	7.42	10.48	15.39	15.07	18.17
外燴及團膳承包業	24.84	29.87	35.13	29.96	56.94	72.13
飲料店	1.22	5.55	7.14	10.87	0.01	9.8

資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 3-4-4. 台灣去年 12 月貨幣供給：M2 年成長在外資淨匯入較少下續降，但仍處央行成長參考區間內

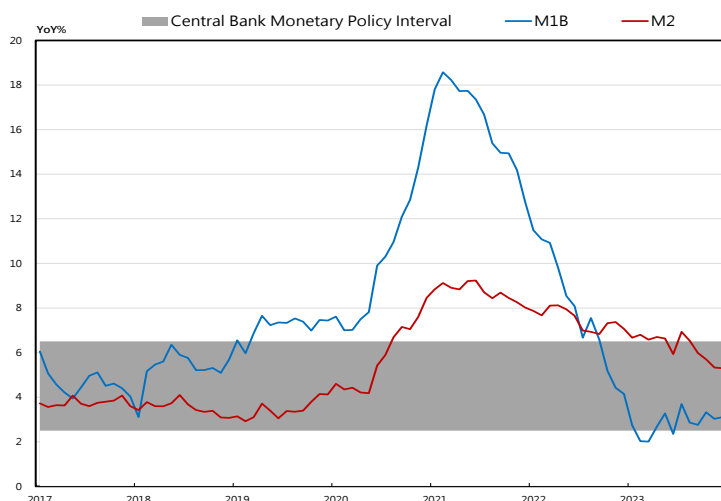
中央銀行於 1 月 24 日公佈去年 12 月貨幣供給，受到活期儲蓄存款成長加速帶動，高流動性的狹義貨幣供給 M1B 年增率由上月的 3.03% 回升至 3.11%，但外資淨匯入較上月減少，導致廣義貨幣供給 M2 年增率由上月的 5.33% 續降至 5.3%，惟仍處於央行 M2 成長參考區間 2.5%~6.5% 內。

累計 2023 年 1~12 月 M1B、M2 平均年增率分別為 2.82%、6.25%，前者稍高於 1~11 月平均 2.79%，後者略低於 1~11 月平均 6.34%，但處於央行 M2 成長參考區間 2.5%~6.5% 上緣，反映年初以來整個體系的資金充裕，貨幣環境中性偏寬鬆，有助於挹注經濟成長。

雖然去年 12 月 M2 年增率連續第 5 個月放緩，但 M1 成長率回升，且 1~12 月 M2 平均年增率仍處於央行 M2 成長區間上緣 6.5% 附近，且 12 月月平均股價指數、日平均股市成交值均回升，牽動象徵散戶投資信心的證券劃撥存款餘額較上月回升 462 億元至 3 兆 3,359 億元，為歷史第 3 高，加上 2022 年 3 月以來，即便央行已 5 度升息，M2 年增率仍處於成長參考區間上界 6.5% 附近，反映民間資金活動力與整個市場資金的供應量依舊充沛，仍有益消費、股市等投資活動。

展望未來，儘管市場對美國聯準會降息時點與幅度的預期均降溫，芝商所 FedWatch 工具顯示明年 3 月降息機率已降至 51%，風險偏好情緒減弱，減低外資匯入，1 月 1~22 日外資及陸資淨賣超台股 368 億新台幣，導致平均股價指數較上月的 2022 年 2 月後最高值些微拉回至 17567.3，但美元兌新台幣平均匯率仍微幅升值至 31.21，加上去年第 4 季貿易順差規模僅次於去年第 3 季居歷史次高水準，應有助於淡化影響，使得 M2 年率持續溫和成長。

圖 3-4-4-1：M1B、M2



資料來源：Bloomberg、元大投顧

### 3-4-5. 去年 12 月台灣央行理監事會議議事錄：儘管利率維持不變，但會中對於通膨能否持續下行感到擔憂，並未排除未來緊縮可能性



本次央行理監事會議總共有主席 1 名、12 名理事、4 名監事參加會議。

根據本次議事錄，共有 10 位理事發言，其中 9 位理事基於受國際負面因素影響，台灣經濟成長動能仍顯不足，存在下行風險，加上 CPI 走勢趨穩，顯示對抗通膨已初見成效，而主要央行也暫停升息，經濟金融情勢不如去年 9 月嚴峻等理由，贊同政策利率不調整，比例上多於 9 月的 7/11。

但基於理事們表示：

- 1. 外食費、娛樂服務、房租等價格上漲均具僵固性，後續對我國經濟成長力道及 CPI 年增率的影響，宜持續密切關注。
- 2. 目前通膨率仍高於 2%，明年 CPI 年增率預測值雖降至 2% 以下，惟若明年度發現無法順利降至 2% 以下，則顯示緊縮力道仍然不足，屆時或須採取較為積極的緊縮措施。
- 3. 民眾對通膨看法係來自於其對物價水準的感受，尤其與民眾較為相關的商品，例如每月至少購買 1 次的商品，CPI 年增率雖下降，但物價水準仍居高，致民眾對物價高漲的感受仍深，其是否將影響民眾對未來物價上漲的預期，值得密切關注。
- 4. 本行貨幣政策決策將視明年通膨而定，並未排除尚有緊縮的可能。
- 5. 影響物價的供給面因素，未來可能對物價波動產生較大的影響，例如全球化發展受阻、人口結構老化、勞動力不足等對通膨率的影響可能變大。上述結構性因素對物價影響值得關注，並探討其如何影響政策利率。

從以上發言可知，理事們基於通膨的僵固性、影響物價的供給面因素改變，對於未來通膨能否持續趨勢下行，感到不甚放心，均表示未來將密切關注物價動向，也擔心 CPI 上漲率持續偏快，將會影響民眾通膨預期，2 名理事甚至在議事錄中提及，並不排除未來仍有緊縮的可能性。

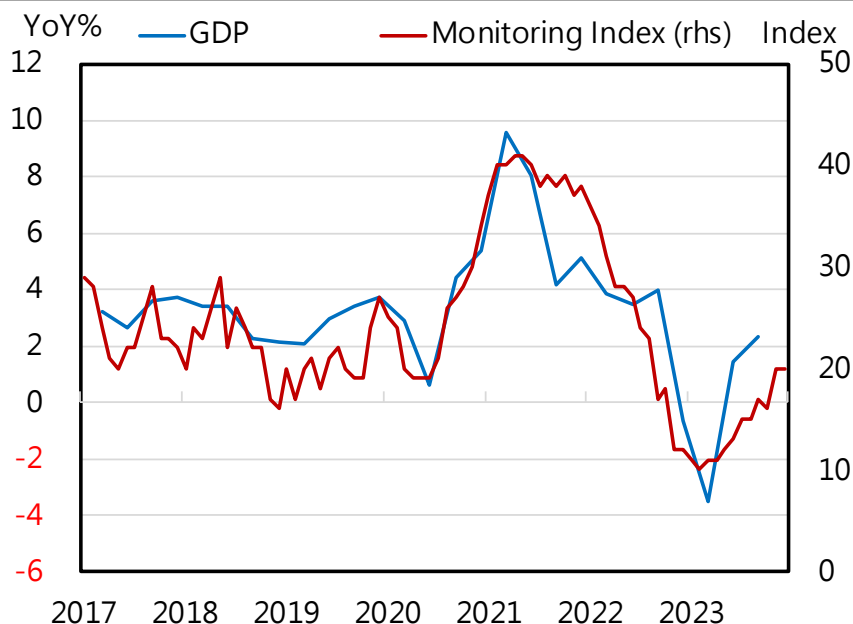
因此，未來若台灣經濟並未發生明顯需要透過降息刺激成長動能的情況，預期在通膨展現持續下行趨勢之前，央行都將維持政策利率於 1.875% 不變。況且，基於台電財務虧損嚴重，4 月電價存在調漲的可能性，而為有效填補虧損，電價漲幅也可能欲小不易，加上央行去年 12 月對於今年 CPI 上漲率的預測是 1.89%，離央行中期監控物價區間上限 2% 僅一步之遙，且上半年 CPI 上漲率預測可能都不會低於 2%，近期又有紅海衝突等可能升高供應鏈壓力，造成通膨降溫受阻的不確定因素存在，主要央行也紛紛淡化降息預期，綜上預期央行 3 月仍將維持政策利率不變，不過如果電價真的調漲導致通膨居高不下並引發通膨預期，不排除央行有調整貨幣政策的空間。

3-4-6. 台灣 2023 年 12 月景氣指標：景氣對策燈號續亮黃藍燈，領先指標續揚

去年 12 月景氣對策信號綜合判斷分數持平上月的 20 分，續居去年 8 月後新高，依然維持象徵轉向的黃藍燈，反映景氣脫離谷底。觀察 9 個構成項目，股價指數續亮代表熱絡的紅燈，海關出口值由象徵穩定的綠燈升格紅燈，非農業部門就業人數續亮綠燈，製造業營業氣候測驗點續為黃藍燈，但批發、零售及餐飲業營業額由綠燈降為象徵低迷的藍燈，貨幣總計數 M1B、工業生產指數、機械及電機設備進口值、製造業銷售量續亮藍燈，仍有超過半數項目燈號偏向寒涼，結構上仍不夠健康。不過，12 月份領先指標不含趨勢指數月增 0.45%，連續第 3 個月上升，反映前景能見度提高，未來成長動能有望逐步恢復。

圖 3-4-6-1：GDP & 景氣對策信號





資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 數據總覽

國家發展委員會於 1 月 26 日公佈 2023 年 12 月景氣指標，景氣對策信號綜合判斷分數持平上月的 20 分，續居去年 8 月後新高，一如我們 [12/28 報告](#) 中所預期，依然維持象徵轉向的黃藍燈，反映景氣脫離谷底。觀察 9 個構成項目，股價指數續亮代表熱絡的紅燈，海關出口值由象徵穩定的綠燈升格紅燈，非農業部門就業人數續亮綠燈，製造業營業氣候測驗點續為黃藍燈，但批發、零售及餐飲業營業額由綠燈降為象徵低迷的藍燈，貨幣總計數 M1B、工業生產指數、機械及電機設備進口值、製造業銷售量續亮藍燈，仍有超過半數項目燈號偏向寒涼，結構上仍不夠健康。不過，12 月份領先指標不含趨勢指數月增 0.45%，連續第 3 個月上升，反映前景能見度提高，未來成長動能有望逐步恢復(圖 3-4-6-1、圖 3-4-6-10)。

## 景氣對策信號續亮黃藍燈

景氣對策信號 9 項構成項目中，海關出口值由綠燈轉亮紅燈，分數增加 2 分，但批發、零售及餐飲業營業額由綠燈降為藍燈，分數減少 2 分，使得綜合判斷分數維持在 20 分不變，整體燈號續亮黃藍燈。但觀察其餘 7 項構成項目，變動率 3 減 3 增 1 持平，好於上月的 5 減 2 增，增加者分別是紅燈的股價指數、黃藍燈的製造業營業氣候測驗點、藍燈的機械及電機設備進口值變動率，減少者分別是藍燈的工業生產指數、藍燈的製造業銷售量指數、綠燈的非農業部門就業人數，持平者則是藍燈的貨幣總計數 M1B，反映金融、信心、投資面指標好轉，但生產、銷售、雇用相關指標則出現拉回(圖 3-4-6-2 ~ 圖 3-4-6-9)。

## 同時指標上揚趨緩

2023 年 12 月同時指標不含趨勢指數為 100.97，較上月上升 0.58%，連續第 9 個月上升，但升勢連續第 5 個月鈍化。7 個構成項目經去除長期趨勢後，4 項較上月上升，包括：工業生產指數、實質海關出口值、製造業銷售量指數、電力（企業）總用電量，批發、零售及餐飲業營業額、實質機械及電機設備進口值、非農業部門就業人數 3 項則下降。從同時指標上升項數不如上月的 6 項，且整體指標升速逐月放緩可知，在廠商庫存去化逐漸有成以及 AI 等新興應用商機挹注下，出口及製造業產銷狀態及企業用電量均見恢復，但廠商投資心態仍顯觀望，就業與商業活動也降溫，減低當前溫熱景氣持續加溫的動能(圖 3-4-6-10)。

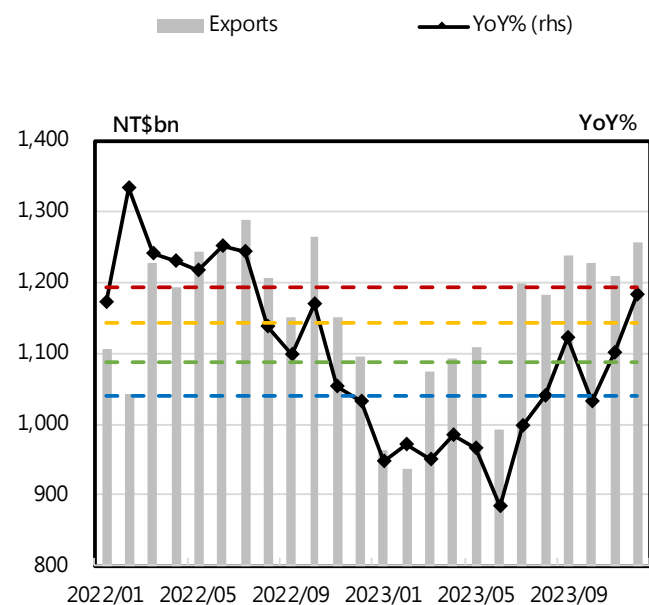
## 領先指標加速上升

2023 年 12 月領先指標不含趨勢指數為 100.04，較上月上升 0.45%，連續 3 個月上升，且速度持續加快。7 項構成項目經去除長期趨勢後，外銷訂單動向指數、製造業營業氣候測驗點、股價指數、工業及服務業受僱員工淨進入率、建築物開工樓地板面積 5 項均較上月上升，實質貨幣總計數 M1B、實質半導體設備進口值 2 項則較上月下降，結構上偏向健康，反映未來景氣可望持續升溫，背後獲得多數指標支持 (圖 3-4-6-10)。

## 未來展望

鑒於 1/2~1/25 股價指數年漲幅高達 19%，有利分數維持在 5 分，經濟部統計處預估 1 月主力製造業將增產 9.6%~14.7%，且工作天數較多，有利工業生產年率擺脫衰退，預計分數將為 2~5 分，貨幣總計數 M1B 年增率、非農業部門就業人數年增率、製造業營業氣候測驗點的波動在一般狀態下較為平滑，預計分數將為 1~2 分、3 分、2~3 分，製造業銷售量指數年率有望在庫存持續去化、回補庫存需求出現、基期明顯偏低下回彈，預計分數將為 2~5 分，機械及電機設備進口值年率有望在去年同期衰退加劇下改善，預計分數 2~3 分，財政部預估 1 月海關出口值年率可能成長 20%~24%，預計分數將為 5 分，有助抵銷經濟部統計處預估 1 月零售業營業額僅年增 0.3%~3.3%，以及餐飲業營業額可能衰退 3.2%~6.2%的影響，帶動批發、零售及餐飲業營業額年增率上升，預計分數將為 3~5 分，預期 1 月景氣對策燈號有機會升格象徵穩定的綠燈，甚至不排除有一絲亮出黃紅燈的可能性。加上，領先指標加速上升，因此即使同時指標反映當前景氣升溫減速，但未來景氣動向其實漸趨明朗。

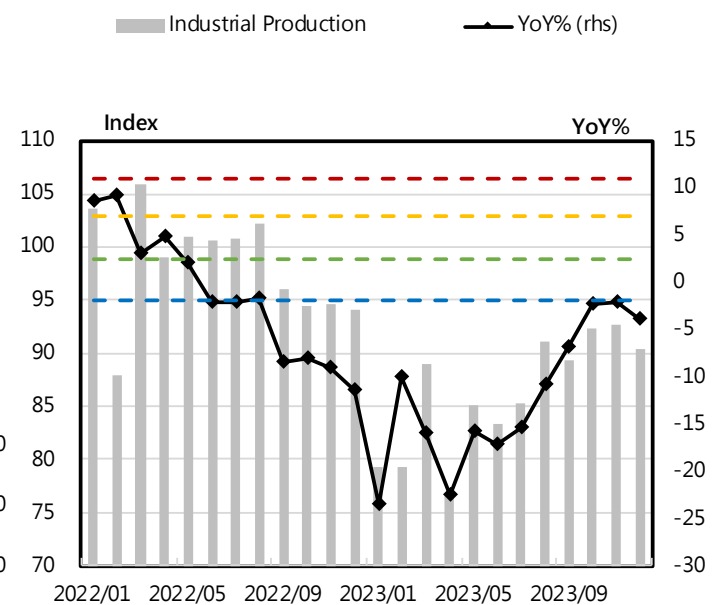
圖 3-4-6-2：景氣對策信號分項-海關出口值



資料來源：Bloomberg、元大投顧

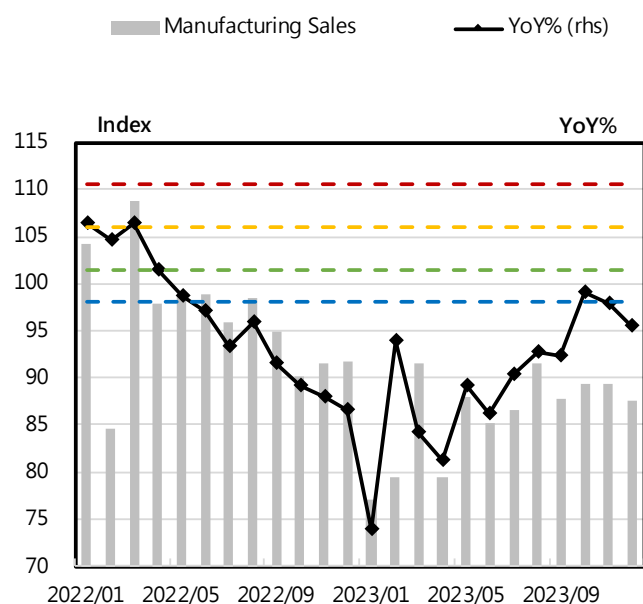
圖 3-4-6-4：景氣對策信號分項-製造業銷售量指數

圖 3-4-6-3：景氣對策信號分項-工業生產指數



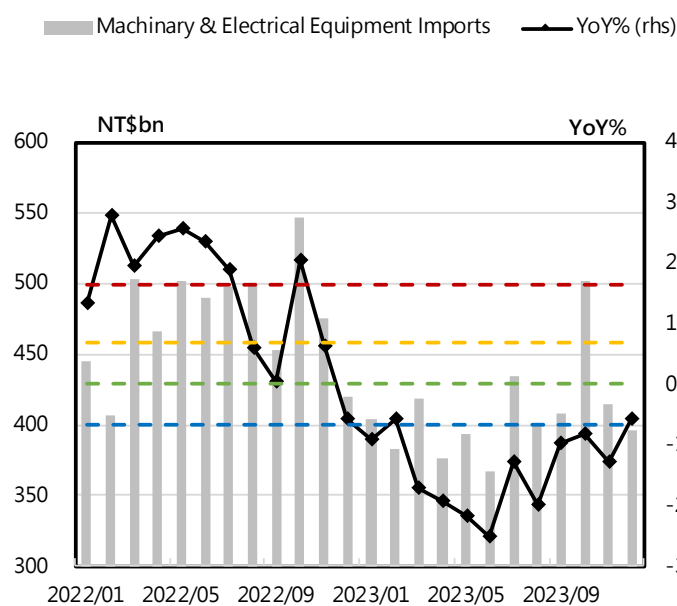
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-6-5：景氣對策信號分項-非農業部門就業人數



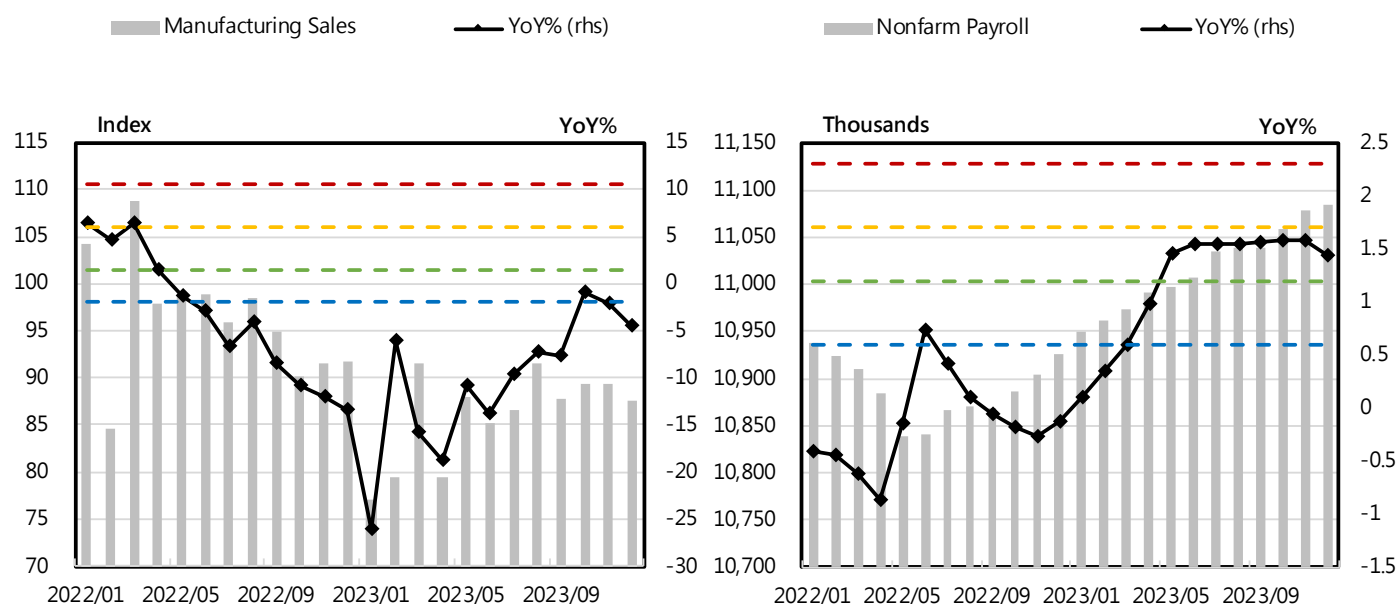
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-6-6：景氣對策信號分項-機械及電機設備進口值



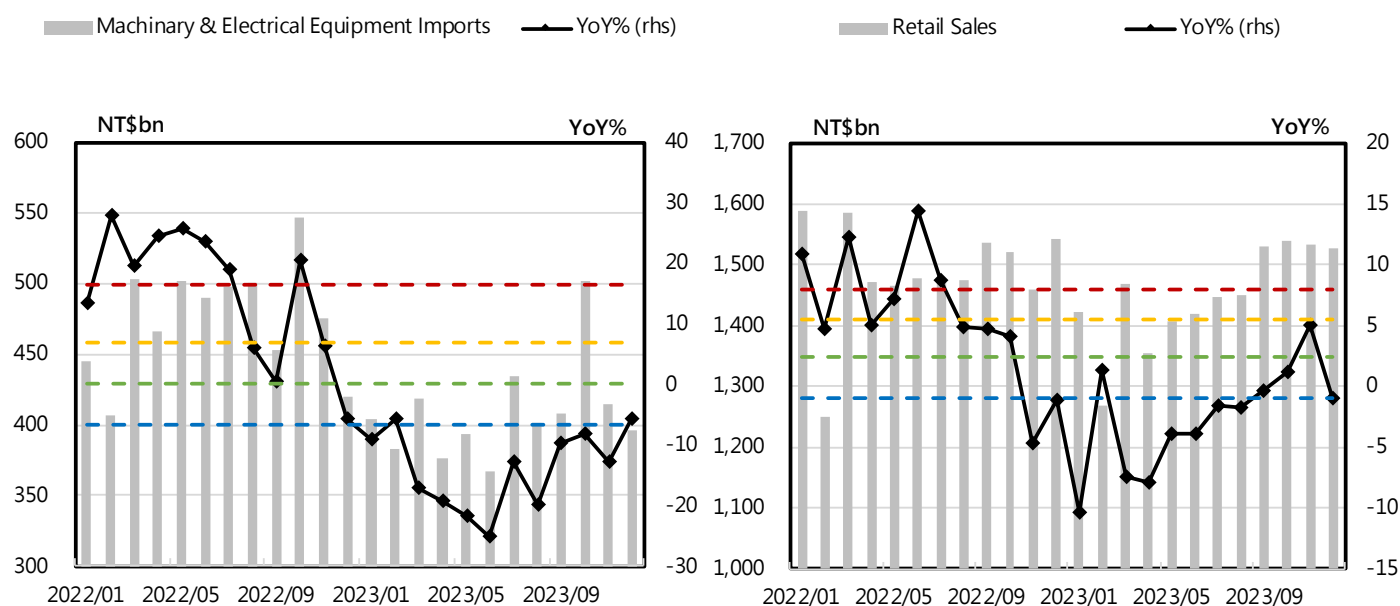
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-6-8：景氣對策信號分項-貨幣總計數 M1B



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-6-7：景氣對策信號分項-批發、零售及餐飲業營業額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3-4-6-9：景氣對策信號分項-股價指數

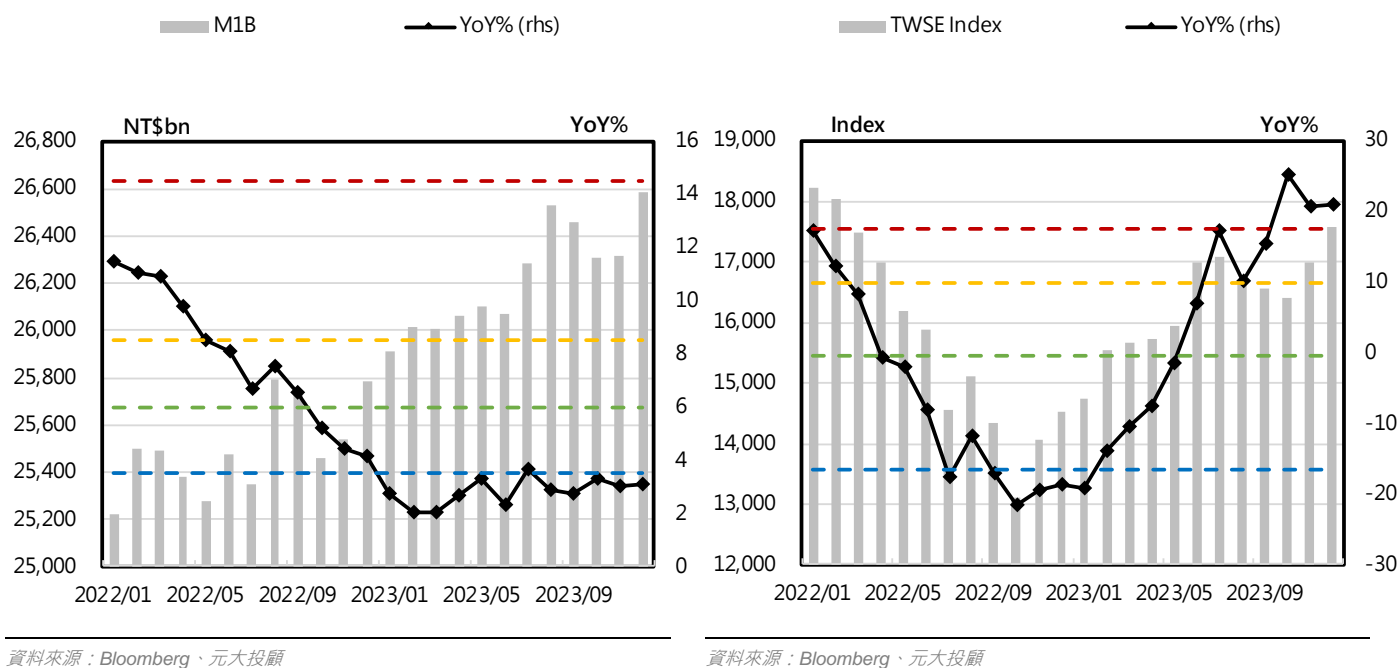


圖 3-4-6-10：領先指標 & 同時指標 & 落後指標 & 股價指數

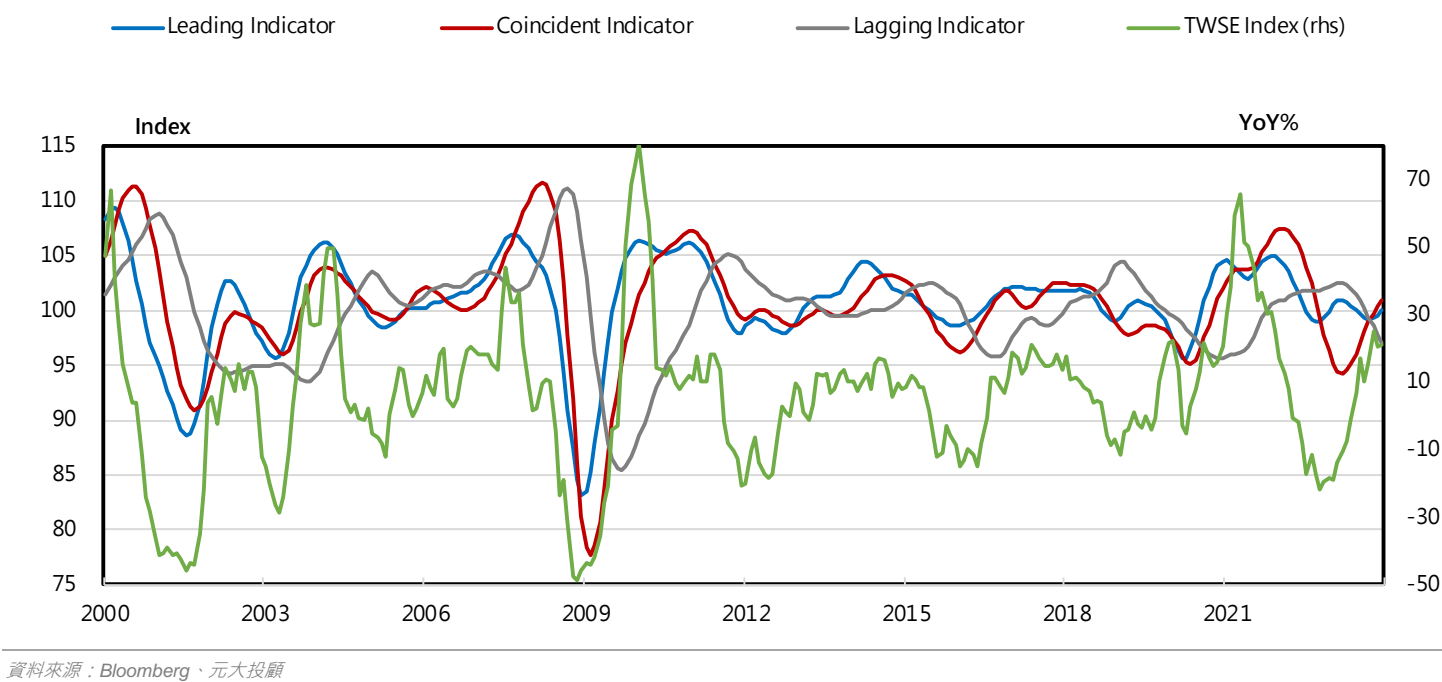


表 3-4-6-1：景氣對策信號統計表

		2022	2023年													
		12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月		12月	
														燈號	%	燈號
綜合判斷	燈號															
	分數	12	11	10	11	11	12	13	15	15	17	16	20		20	
貨幣總計數M1B														3.1		3.1
股價指數														20.7		21.1
工業生產指數														-3.0 <sub>t</sub>		-4.1
非農業部門就業人數														1.59		1.45
海關出口值														5.4		16.7
機械及電機設備進口值														-11.5		-10.9
製造業銷售量指數														-2.1 <sub>t</sub>		-2.2
批發、零售及餐飲業營業額														2.6 <sub>t</sub>		-2.5
製造業營業氣候測驗點														93.24 <sub>t</sub>		96.78

註：1.各構成項目除製造業營業氣候測驗點之單位為點(基期為95年)外，其餘均為年變動率；除股價指數外均經季節調整。  
2. r為修正值。

資料來源：Bloomberg、元大投顧

附表 1：美國經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP	3.1	2.9	2.4	1.7	0.7	1.7	1.9	3.6	5.4	4.7	11.9	1.6
消費支出	2.6	2.2	1.8	2.1	1.2	1.9	2.2	5.0	7.2	7.6	16.4	3.0
政府支出	3874.4	3843.4	3789.8	3758.8	3714.8	3667.0	3641.2	3658.8	3685.8	3688.2	3701.8	3743.1
民間投資	4132.1	4111.1	4014.1	3963.7	4058.5	4024.8	4105.5	4222.4	4159.1	3910.8	3767.3	3820.4
出口	2535.6	2497.3	2464.7	2525.4	2484.1	2506.2	2414.1	2354.1	2382.0	2256.4	2248.1	2237.0
進口	1.9	4.2	-7.6	1.3	-4.3	-4.8	4.1	14.7	20.6	8.5	7.7	8.0
經常帳占 GDP 比(%)		-3.1	-3.2	-3.4	-3.7	-3.8	-3.9	-3.8	-3.4	-3.3	-3.1	-3.0
預算占 GDP 比(%)	-6.5	-6.3	-8.3	-6.7	-5.4	-5.3	-4.1	-6.9	-10.5	-11.7	-11.3	-18.1
月資料	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb	Jan
工業生產	1.0	-0.6	-0.9	-0.2	0.0	0.1	-0.4	0.1	0.4	0.2	0.9	1.5
CPI	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0	6.4
Core CPI	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6	5.5	5.5
PCE	2.6	2.6	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	5.5
核心 PCE	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8	4.8	4.9
ISM 製造業 PMI	47.4	46.7	46.7	49.0	47.6	46.4	46.0	46.9	47.1	46.3	47.7	47.4
ISM 服務業 PMI	50.6	52.7	51.8	53.6	54.5	52.7	53.9	50.3	51.9	51.2	55.1	55.2
新屋開工(千套 SAAR)	1460.0	1525.0	1376.0	1356.0	1305.0	1451.0	1418.0	1583.0	1348.0	1380.0	1436.0	1340.0
新屋銷售(千套 SAAR)	664.0	615.0	676.0	698.0	654.0	728.0	683.0	710.0	679.0	640.0	625.0	649.0
成屋銷售(百萬套 SAAR)	3.8	3.8	3.8	4.0	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.6	4.0
營建許可(千套 SAAR)	1493.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0	1417.0	1437.0	1482.0	1354.0
失業率(%)	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5	3.6	3.4
非農新增就業人數(千人)	216.0	173.0	105.0	262.0	165.0	236.0	105.0	281.0	217.0	217.0	248.0	472.0
平均時薪	4.1	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.7	4.4

央行利率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3	5.3	5.2	5.0	4.8	4.8	4.5
美元指數	102.7	104.5	106.4	105.3	103.1	101.4	103.1	102.8	101.8	103.8	103.7	102.7

資料來源: Bloomberg, 元大投顧

附表 2：日本經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.	Dec.	Sep.	Jun.	Mar.
實質 GDP (季增率)		-0.5	1.1	0.9	-0.1	-0.1	1.2	-0.6	1.0	-0.3	0.5	-0.3
民間消費 (季增率)		0.0	-0.9	0.7	0.2	0.2	1.7	-1.2	3.0	-1.1	0.3	-1.9
民間非住宅投資 (季增率)		-0.6	-1.0	1.7	-0.9	1.9	1.7	0.0	0.4	-1.6	1.4	1.4
政府需求 (季增率)		0.2	0.1	0.3	0.4	0.0	0.4	-0.3	-1.5	0.3	1.2	-0.1
出口 (季增率)		0.5	3.9	-3.5	1.5	2.2	1.9	1.5	-0.1	-0.5	3.3	3.1
進口 (季增率)		1.0	-3.8	-2.1	0.2	5.1	1.2	3.8	0.4	-1.8	4.9	1.9
短觀企業現況指數 (%)	13.0	10.0	8.0	5.0	6.0	3.0	2.0	0.0	2.0	-2.0	-3.0	-8.0
短觀企業現況指數 - 製造業 (%)	5.0	0.0	-1.0	-4.0	2.0	0.0	1.0	2.0	6.0	5.0	2.0	-6.0
短觀企業現況指數 - 非製造業 (%)	18.0	16.0	14.0	12.0	10.0	5.0	4.0	-2.0	0.0	-7.0	-7.0	-9.0
短觀企業一年期通膨預期 (年增率)	2.4	2.5	2.6	2.8	2.7	2.6	2.4	1.8	1.1	0.7	0.6	0.4
企業經常利潤 (年增率)		20.1	11.2	7.1	-2.5	13.7	13.1	8.7	23.5	41.9	167.3	17.8
企業經常利潤率 (%)		6.5	8.9	6.3	6.0	5.7	8.4	6.3	6.6	5.2	7.7	6.0
月資料	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec.	Nov.	Oct.	Sep.	Aug.	Jul.	Jun.	May	Apr.	Mar.	Feb.	Jan.
核心私部門機械設備訂單 (三個月月平均)		-0.9	0.5	0.0	0.4	-2.0	0.2	-2.0	-1.0	0.4	1.8	1.0
海外機械設備訂單(三個月月平均)		5.7	2.6	4.2	-4.1	2.2	5.8	4.6	1.4	-11.1	-4.1	-4.5
經常帳餘額 (億日圓)		19256	25828	27236	21420	26486	14437	18941	18545	22365	21894	-20136
經常性薪資(名目年增率)		1.2	1.2	0.9	1.2	1.3	1.4	1.6	0.8	0.5	0.9	0.9
經常性薪資(實質年增率)		-2.1	-2.7	-2.6	-2.4	-2.5	-2.5	-2.2	-3.2	-3.2	-2.9	-4.0
家戶消費支出 (名目年增率)		0.3	1.3	0.7	1.1	-1.3	-0.5	-0.4	-0.5	1.8	5.6	4.8
家戶消費支出 (實質年增率)		-2.9	-2.5	-2.8	-2.5	-5.0	-4.2	-4.0	-4.4	-1.9	1.6	-0.3
就業人數 (年變動)		56.0	16.0	21.0	22.0	17.0	26.0	15.0	14.0	15.0	9.0	43.0
失業率 (%)		2.5	2.5	2.6	2.7	2.7	2.5	2.6	2.6	2.8	2.6	2.4
通膨(不含新鮮食物, 年增率)	2.3	2.5	2.9	2.8	3.1	3.1	3.3	3.2	3.4	3.1	3.1	4.2
通膨(不含新鮮食物及能源, 年增率)	3.7	3.8	4.0	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.1	3.8	3.5	3.2
消費者預期未來一年物價上漲比例(%)		90.8	92.5	93.7	93.7	92.8	93.2	93.1	93.2	94.1	94.3	93.8

資料來源: Bloomberg 、元大投顧

附表 3：歐元區經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP	0.0	0.0	0.6	1.3	1.8	2.4	4.1	5.4	5.2	4.6	14.8	-0.2
家庭消費		-0.4	0.6	1.4	1.3	2.3	5.4	8.2	6.5	3.4	13.1	-4.4
政府消費		0.6	0.2	-0.2	0.7	0.6	1.7	3.4	2.8	2.7	8.3	3.2
固定投資		-0.1	1.1	1.8	0.9	4.6	2.2	3.5	1.7	2.4	18.3	-5.0



經常帳占 GDP		1.2	0.3	-0.4	-0.6	-0.2	1.0	2.1	2.8	3.2	3.1	2.6
月資料	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb	Jan
CPI	2.9	2.4	2.9	4.3	5.3	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5	8.5
核心 CPI	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6	5.3
綜合 PMI	47.9	47.6	47.6	46.5	47.2	46.7	48.6	49.9	52.8	54.1	53.7	52.0
製造業 PMI	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3	48.5
服務業 PMI	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0	52.7
經濟信心指數	96.4	94.0	93.7	93.6	93.8	94.7	95.3	96.4	98.8	98.7	99.1	99.3
消費者信心指數	-16.1	-15.1	-16.9	-17.8	-17.7	-16.0	-15.1	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1	-19.0
失業率		6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6	6.7
央行利率	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.0	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0	2.5
EURUSD	1.09	1.08	1.06	1.07	1.09	1.11	1.08	1.09	1.10	1.07	1.07	1.08

資料來源: Bloomberg 、元大投顧

附表 4：台灣經濟數據統計表

季資料	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021	2021
	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar
實質 GDP(YoY,%)		2.3	1.4	-3.5	-0.7	4.0	3.5	3.8	5.1	4.2	8.1	9.6
經常帳占 GDP 比重(%)		12.4	11.9	12.1	13.4	14.2	14.9	15.6	15.2	15.0	15.6	15.0
月資料	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb	Jan
CPI(YoY,%)	2.7	2.9	3.1	2.9	2.5	1.9	1.8	2.0	2.4	2.4	2.4	3.1
零售銷售(YoY,%)	1.1	7.2	5.1	6.9	4.3	5.3	13.9	17.1	7.5	7.6	4.6	4.3
工業生產(YoY,%)	-4.0	-2.1	-2.3	-6.9	-10.8	-15.5	-17.3	-15.7	-22.6	-16.0	-10.0	-23.6
製造業 PMI	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1	48.3	41.3	42.8	47.3	51.4	40.4
服務業 PMI	56.0	56.2	53.2	53.5	54.3	55.7	54.6	52.0	55.8	53.2	50.2	50.1
外銷訂單(YoY,%)	-16.0	1.0	-4.6	-15.6	-15.7	-12.0	-24.9	-17.6	-18.1	-25.7	-18.3	-19.3
出口(YoY,%)	11.8	3.8	-4.5	3.4	-7.3	-10.4	-23.4	-14.1	-13.3	-19.1	-17.1	-21.2
進口(YoY%)	-6.5	-14.8	-12.4	-12.2	-23.0	-21.0	-30.1	-21.8	-20.3	-20.1	-9.5	-16.8
失業率(YoY,%)	3.4	0.0	0.0	3.4	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	3.6	0.0	0.0
央行利率(%)	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0
貨幣供給 M2(YoY,%)	5.6	5.2	5.5	5.9	6.3	7.2	6.9	6.2	6.8	6.6	6.9	7.0
USD TWD	31.3	31.9	32.3	32.0	31.8	31.2	30.8	30.7	30.6	30.6	30.2	30.4

資料來源: Bloomberg 、元大投顧

近期相關報告

元大觀點  
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
12/04	市場風險監測 - <a href="#">美股交易動能回溫，行情疑慮暫時緩解；美股持續性推升動能仍缺，行情本質為軋空，做多需留意技術/交易面的潛在反轉信號</a>
12/04	總體經濟週報 - <a href="#">股市定價「無感」軟著陸，但債市卻認為這是「有感」軟著陸</a>
12/11	市場風險監測 - <a href="#">多方出力維持美股攻擊姿態，美股繼續高檔震盪；美股持續性推升動能仍缺；行情本質為軋空，做多需留意技術/交易面的潛在反轉信號</a>
12/11	總體經濟週報 - <a href="#">RRP 枯竭的倒數計時已經開始</a>
12/18	市場風險監測 - <a href="#">Fed 停止升息推動美股急升，然獲利了結賣壓及三巫日使美股高檔連續放量收十字 K 線，是中繼或反轉近日分曉</a>
12/18	總體經濟週報 - <a href="#">中性利率水準已經提高，市場有過度預期降息的跡象</a>
12/25	市場風險監測 - <a href="#">結算日及籌碼壓力，加上連假在即，美股上檔賣壓湧現高檔震盪；TGA 餘額已回降，股市短線資金動能有待觀察</a>
12/25	總體經濟週報 - <a href="#">聯準會降息四碼以上需要怎樣的條件？</a>
12/25	日股週報 - <a href="#">日銀持續透露寬鬆立場，支撐日股徘徊高檔</a>
01/02	市場風險監測 - <a href="#">高檔獲利了結及投組再平衡賣壓出籠，美股高檔震盪；TGA 餘額已回降且 QT 仍在延續，股市短線資金動能須密切觀察</a>
01/02	總體經濟週報 - <a href="#">告別意外之好的 2023 年，迎向有點韌性但又有點風險的 2024</a>
01/02	日股週報 - <a href="#">短線能登半島地震或影響市場情緒，然利多因子帶動中長線可期</a>
01/08	市場風險監測 - <a href="#">美股攻勢逐漸減弱，惟多方對盤面仍具一定掌控力，且首週漲跌對後續表現的意義不大，投資人以平常心對待盤勢即可</a>
01/08	總體經濟週報 - <a href="#">美國接近貝弗里奇曲線轉折點</a>
01/08	日股週報 - <a href="#">對日本央行一月維持政策不變預期發酵，支撐日股高檔震盪</a>
01/15	市場風險監測 - <a href="#">美股多方以 20 日均線為基礎建立上升動能，但在資金、籌碼、及基本面動能皆已弱化或消失下，此技術面動能不能失守</a>
01/15	總體經濟週報 - <a href="#">Fed 巨量虧損不會產生市場動盪與系統性風險</a>
01/15	日股週報 - <a href="#">日銀按兵不動預期不斷發酵，資金流動性寬裕引導日股徘徊高檔</a>
01/22	市場風險監測 - <a href="#">美股多方以 20 日均線為基礎建立上升動能，在此技術面動能不能失守下，故上週美股跌破 20 日均線後，多方明顯表態、強勢拉升</a>
01/22	總體經濟週報 - <a href="#">目前軟硬資料的背離表明經濟存在韌性、股債市風險不大</a>
01/22	日股週報 - <a href="#">聚焦日銀決議、企業財報，多空因素交錯股市漲勢趨緩</a>

日期	報告標題
12/18	2024 年外匯市場展望 - <a href="#">美元先強後弱，下半年非美貨幣撥雲見日</a>
12/21	<a href="#">中國中止台灣部分產品適用 ECFA 優惠稅率，對部分個別貨品衝擊大，對台灣整體出口影響相當有限</a>
12/27	2024 年日股展望 - <a href="#">公司治理持續、經濟擺脫通縮、新 NISA 上路，日股 2024 年後勢可期</a>
01/02	<a href="#">從主計總處經濟預測回推 2024 年台股營收可能變化</a>
01/02	<a href="#">關於 2024 年股債市場的幾點思考方向</a>
01/08	日本景氣與市場展望 - <a href="#">刺激政策支持、日銀寬鬆大方向不變，延續景氣擴張期</a>

## 元大戰情分析

日期	報告標題
12/01	<a href="#">外資大開大闢、年末資金需求，留意短期資金環境變化</a>
12/04	<a href="#">歷史上，美國選舉年的股票沒有多大的做夢空間</a>
12/05	<a href="#">確認升息循環告終，降息只是時間早晚問題</a>
12/06	<a href="#">日圓匯率升貶，關鍵在聯準會的政策動向</a>
12/07	<a href="#">美債殖利率走低反映衰退機率，債要如何入手要想清楚</a>
12/08	<a href="#">降息預期日增，金價後勢可期</a>
12/11	<a href="#">強勢日圓？不！即便日圓累計升值 6% 還是看起來很弱勢</a>
12/12	<a href="#">台灣貿易盈餘創新高，資金水位有增無減</a>
12/13	<a href="#">美債標售結果，顯示降息預期醞釀中</a>
12/14	<a href="#">升息週期結束是利多沒錯！但行情的可持續性可能還要靠一點幸運</a>
12/15	<a href="#">公債籌碼優勢持續，台灣長債殖利率仍將偏低</a>
12/18	<a href="#">當 PMI 透露著美國經濟依然有韌性時，那市場還該覺得 Fed 會在 3 月就開始降息呢？</a>
12/19	解讀 FOMC 政策風向： <a href="#">景氣軟著陸是唯一目標</a>
12/20	<a href="#">政局紛擾之際，按兵不動是日銀的最佳選項</a>
12/21	聰明錢報告： <a href="#">從擔心軟著陸太有感，到布局無感軟著陸？不用糾結基本面，關注市場面的變化為重</a>
12/22	<a href="#">聯準會 RRP 水位大幅下降，資金行情拉警報？</a>
12/25	<a href="#">當絕大多數策略師都保守時，我們或許不該感到恐懼</a>
12/26	<a href="#">台灣首季公債籌碼不增反降，資金何去何從？</a>
12/27	<a href="#">資金水位穩定上升，新台幣資產價格獲得支撐</a>
12/28	<a href="#">庫存與信貸循環錯位下的 2024 年選股思考方向</a>
12/29	<a href="#">降息預期延燒，美債標售熱絡</a>
01/02	<a href="#">元月行情啟動，股匯市多頭延續機率高！</a>
01/03	美國大選前瞻： <a href="#">拜登選情些微落後，穩就業與景氣是首要工作</a>

01/04	<a href="#">FOMC 會議記錄未釋放鷹派訊息，但開始擔心經濟的下行風險</a>
01/05	<a href="#">美債務突破 34 兆之際，預算案的兩黨政治攻防再起</a>
01/08	<a href="#">新年首週走勢，真能預測全年多空？</a>
01/09	<a href="#">流動性緊俏，量化緊縮政策須調整步伐</a>
01/10	<a href="#">聯準會醞釀降息，台灣央行跟進機率低</a>
01/11	<a href="#">Bill Gross 一席話提醒投資人，當前市場的通膨預期過低了，恐上修</a>
01/12	<a href="#">台灣出口回溫，產業冷熱兩樣情</a>
01/14	<a href="#">選後回歸基本面，短線留意匯損及淡季效應，長線看好半導體產業</a>
01/16	<a href="#">聯準會營運損失千億美元，顯示暴力升息代價不低</a>
01/17	<a href="#">入不敷出，美財政缺口居高不下</a>
01/18	<a href="#">預期經濟不強但也不差，股債皆高投資人雖思危，但也不願押注衰退</a>
01/19	<a href="#">流動性需求漸增，聯準會縮表循環進入尾聲</a>
01/22	<a href="#">提前討論並縮表「減碼」有助於避免 QT 縮過頭以及降低金融風險</a>
01/23	<a href="#">外資大進大出，財政部成最大贏家</a>
01/24	<a href="#">美抗通膨公債標售結果，顯示通膨延續緩降趨勢</a>
01/25	<a href="#">高評價就像負重而行，經濟方向才是決定行情上坡還是下坡</a>
01/26	<a href="#">川普初選二連勝，稱再推企業減稅政策料有助景氣加速擴張</a>

元大經濟數據評析

美國

日期	報告標題
12/01	美國 10 月份 PCE - <a href="#">消費動能明顯降溫，12 月份 FOMC 有望再次按兵不動</a>
12/04	美國 11 月份 ISM 製造業 PMI - <a href="#">終端需求疲弱，製造業景氣低迷不振</a>
12/06	美國 11 月份 ISM 服務業 PMI、10 月份 JOLTS 職位空缺 - <a href="#">實際需求並未轉強，傳統銷售旺季恐將難以暢旺</a>
12/11	美國 11 月份就業報告 - <a href="#">勞動市場處於相對平衡的狀態，12 月份 FOMC 料將再次按兵不動</a>
12/13	美國 11 月份 CPI - <a href="#">通膨降溫的最後一哩路，主要集中在深具黏性的項目</a>
12/14	美國 12 月份 FOMC 決議 - <a href="#">升息循環正式告終，降息循環的啟動時點已能預見</a>
12/15	美國 11 月份零售銷售 - <a href="#">消費動能降溫速度緩慢，景氣有望以軟著陸的型態落底</a>
12/18	美國 11 月份工業生產、12 月份標普全球 PMI - <a href="#">通膨降溫之路面臨挑戰，市場恐需調整降息預期</a>
12/21	美國 11 月份成屋銷售 - <a href="#">房市景氣頂多是逐漸趨穩，不至於回歸上行趨勢</a>
12/25	美國 11 月份 PCE - <a href="#">核心通膨降溫速度僅大致符合聯準會預期，明年降息步伐恐難加快</a>
01/04	美國 12 月份製造業 PMI： <a href="#">製造業狀況好轉，僅是受到短期性因素所致</a>
01/08	美國 12 月份就業報告、ISM 服務業 PMI - <a href="#">季節性因素提振就業，但勞動市場趨於平衡的趨勢並未改變</a>

01/12	美國 12 月份 CPI - <a href="#">通膨降溫的最後一哩路崎嶇不平，聯準會的降息步伐易慢難快</a>
01/18	美國 12 月份零售銷售 - <a href="#">聖誕假期、新年假期接連到來，帶動零售銷售動能明顯轉強</a>
01/22	美國 12 月份成屋銷售 - <a href="#">房貸利率回落後，房市景氣因而開始浮現觸底跡象</a>
01/25	美國 1 月份 S&P Global PMI - <a href="#">訂單狀況好轉、原料價格攀升，通膨具有潛在的回溫壓力</a>
01/26	美國第四季 GDP - <a href="#">季節性因素充分發酵，GDP 增速持續高於長期平均</a>

## 日本

日期	報告標題
12/04	日本十月就業報告： <a href="#">就業動能放緩、生產力下滑，限縮薪資增幅</a>
12/11	日本薪資及家戶收支： <a href="#">內需動能低迷，日銀仍將維持寬鬆政策</a>
12/15	日銀短觀調查報告： <a href="#">企業經營現況及展望全面改善，擴張期尚未結束</a>
12/25	日本 11 月通膨： <a href="#">通膨延續下行趨勢，短期內日銀將按兵不動</a>
12/27	日本 11 月就業報告： <a href="#">勞動市場穩健擴張，靜待薪資成長跟上</a>
01/10	日本東京通膨及家戶收支： <a href="#">通膨延續下行趨勢，今年內需有望復甦</a>
01/11	日本 11 月薪資報告： <a href="#">薪資成長維持溫和，短期內日銀將按兵不動</a>
01/19	日本 11 月機械設備訂單： <a href="#">私部門投資維持低迷，日銀料延續寬鬆政策</a>
01/19	日本 12 月通膨： <a href="#">通膨下探一年半新低，元月日銀料按兵不動</a>
01/23	日銀利率會議解讀 - <a href="#">日本央行利率會議：日銀如預期按兵不動，下修今年通膨預估</a>
01/26	日本一月東京 CPI： <a href="#">商品及服務漲勢雙雙降溫，通膨年增率跌破 2%</a>

## 歐元區

日期	報告標題
12/15	歐元區： <a href="#">ECB 再度維持利率不變，淡化市場降息預期</a>
12/18	歐元區 12 月 S&P Global PMI： <a href="#">景氣壓力猶存，ECB 緊縮立場料逐步調整</a>
01/03	歐元區 11 月份貨幣供給 - <a href="#">企業融資狀況好轉，經濟浮現初步落底跡象</a>
01/08	歐元區 12 月份 CPI 初值 - <a href="#">部份服務業通膨雖然尚具黏性，但至少整體通膨降溫的普遍性還算充足</a>
01/09	歐元區 12 月份經濟信心指數、11 月份零售銷售 - <a href="#">通膨降溫趨勢明確、通膨預期保持穩定，提供歐洲央行寬鬆空間</a>
01/16	歐元區 11 月份工業生產 - <a href="#">非耐久消費財生產狀況好轉，工業景氣正逐漸築底</a>
01/25	歐元區 1 月份 S&P Global PMI - <a href="#">靜待薪資降溫趨勢確立，ECB 短時間內料將按兵不動</a>
01/26	1 月份 ECB 決議 - <a href="#">勞動市場漸趨平衡、通膨延續下行趨勢，總裁拉加德重申夏季有望展開降息</a>

## 台灣

日期	報告標題
----	------

12/04	台灣 11 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業加速緊縮，非製造業加速擴張，產業走向兩極</a>
12/07	台灣 11 月 CPI： <a href="#">娛樂費用、油料費、衣著類漲幅縮小，物價漲幅回落</a>
12/11	台灣 11 月出口： <a href="#">人工智慧商機熱絡，帶動出口恢復成長</a>
12/15	台灣央行 12 月理監事會議： <a href="#">一如市場預期連續第 3 度維持利率不變</a>
12/21	台灣 11 月外銷訂單： <a href="#">在電子及資訊通信產品接單恢復成長帶動下，外銷訂單年率時隔 14 個月轉正，但受傳產接單不振拖累，表現不如預期</a>
12/26	台灣 11 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">工業生產持續小跌，零售及餐飲業營業額成長高於平均，產業活動涼暖兩極</a>
12/26	台灣 11 月份貨幣供給： <a href="#">M2 年成長放緩，但仍處成長參考區間內</a>
12/28	台灣 11 月景氣指標： <a href="#">景氣對策信號重亮黃藍燈，但領先指標續降</a>
01/03	台灣 2023 年 12 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業持續緊縮，非製造業穩健擴張，產業涼暖依然兩極</a>
01/08	台灣 2023 年 12 月 CPI： <a href="#">物價漲勢進一步鈍化，但仍距央行目標 2%有段距離</a>
01/10	台灣 2023 年 12 月出口： <a href="#">人工智慧商機與低基期因素加乘，出口雙位數成長</a>
01/23	台灣 2023 年 12 月外銷訂單： <a href="#">終端需求疲弱、庫存去化持續，加以低基期效應消除，外銷訂單年率重挫</a>
01/24	台灣 2023 年 12 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">工業生產續減，零售及餐飲業營業額溫和成長，產業景氣仍分歧</a>
01/26	台灣 2023 年 12 月景氣指標： <a href="#">景氣對策燈號續亮黃藍燈，領先指標續揚</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