

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

吳昌樺

Hunter.Wu@yuanta.com

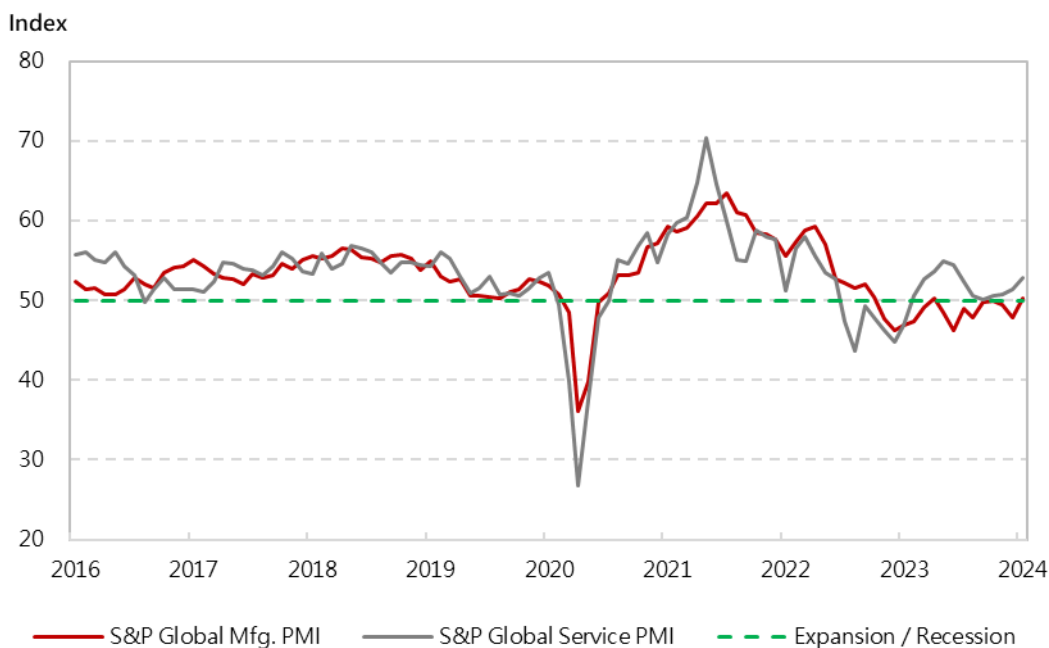
事件

- ◆ 1 月份 S&P Global 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
- ◆ 1 月份 S&P Global 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，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

評論

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 1：美國 S&P Global PMI



資料來源: Bloomberg、元大投顧

本份報告具有以下重點

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 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 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

附表：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		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		2.2	1.8	2.1	1.2	1.9	2.2	5.0	7.2	7.6	16.4	3.0
政府支出		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		4111.1	4014.1	3963.7	4058.5	4024.8	4105.5	4222.4	4159.1	3910.8	3767.3	3820.4
出口		2497.3	2464.7	2525.4	2484.1	2506.2	2414.1	2354.1	2382.0	2256.4	2248.1	2237.0
進口		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	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4	5.2	5.5
核心 PCE		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	47.2	46.6	46.6	48.9	47.6	46.6	46.5	47.0	47.3	46.3	47.5	47.4
ISM 服務業 PMI	50.4	52.1	51.8	53.3	54.0	52.7	54.0	50.9	52.4	51.1	56.1	54.7
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)		590.0	672.0	700.0	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)	1495.0	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

近期相關報告

元大觀點

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
12/04	市場風險監測 - 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

12/04	總體經濟週報 - 股市定價「無感」軟著陸，但債市卻認為這是「有感」軟著陸
12/11	市場風險監測 - 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
12/11	總體經濟週報 - RRP 枯竭的倒數計時已經開始
12/18	市場風險監測 - 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
12/18	總體經濟週報 - 中性利率水準已經提高，市場有過度預期降息的跡象
12/25	市場風險監測 - 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
12/25	總體經濟週報 - 聯準會降息四碼以上需要怎樣的條件？
12/25	日股週報 - 日銀持續透露寬鬆立場，支撐日股徘徊高檔
01/02	市場風險監測 - 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
01/02	總體經濟週報 - 告別意外之好的 2023 年，迎向有點韌性但又有點風險的 2024
01/02	日股週報 - 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
01/08	市場風險監測 - 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
01/08	總體經濟週報 - 美國接近貝弗里奇曲線轉折點
01/08	日股週報 - 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
01/15	市場風險監測 - 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
01/15	總體經濟週報 - Fed 巨量虧損不會產生市場動盪與系統性風險
01/15	日股週報 - 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
01/22	市場風險監測 - 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
01/22	總體經濟週報 - 目前軟硬資料的背離表明經濟存在韌性、股債市風險不大
01/22	日股週報 - 聚焦日銀決議、企業財報，多空因素交錯股市漲勢趨緩

元大觀點

日期	報告標題
12/18	2024 年外匯市場展望 - 美元先強後弱，下半年非美貨幣撥雲見日
12/21	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
12/27	2024 年日股展望 - 公司治理持續、經濟擺脫通縮、新 NISA 上路，日股 2024 年後勢可期
01/02	從主計總處經濟預測回推 2024 年台股營收可能變化
01/02	關於 2024 年股債市場的幾點思考方向
01/08	日本景氣與市場展望 - 刺激政策支持、日銀寬鬆大方向不變，延續景氣擴張期

日期	報告標題
12/01	外資大開大闢、年末資金需求，留意短期資金環境變化
12/04	歷史上，美國選舉年的股票沒有多大的做夢空間
12/05	確認升息循環告終，降息只是時間早晚問題
12/06	日圓匯率升貶，關鍵在聯準會的政策動向
12/07	美債殖利率走低反映衰退機率，債要如何入手要想清楚
12/08	降息預期日增，金價後勢可期
12/11	強勢日圓？不！即便日圓累計升值 6% 還是看起來很弱勢
12/12	台灣貿易盈餘創新高，資金水位有增無減
12/13	美債標售結果，顯示降息預期醞釀中
12/14	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
12/15	公債籌碼優勢持續，台灣長債殖利率仍將偏低
12/18	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？
12/19	解讀 FOMC 政策風向： 景氣軟著陸是唯一目標
12/20	政局紛擾之際，按兵不動是日銀的最佳選項
12/21	聰明錢報告： 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
12/22	聯準會 RRP 水位大幅下降，資金行情拉警報？
12/25	當絕大多數策略師都保守時，我們或許不該感到恐懼
12/26	台灣首季公債籌碼不增反降，資金何去何從？
12/27	資金水位穩定上升，新台幣資產價格獲得支撐
12/28	庫存與信貸循環錯位下的 2024 年選股思考方向
12/29	降息預期延燒，美債標售熱絡
01/02	元月行情啟動，股匯市多頭延續機率高！
01/03	美國大選前瞻： 拜登選情些微落後，穩就業與景氣是首要工作
01/04	FOMC 會議記錄未釋放鷹派訊息，但開始擔心經濟的下行風險
01/05	美債務突破 34 兆之際，預算案的兩黨政治攻防再起
01/08	新年首週走勢，真能預測全年多空？
01/09	流動性緊俏，量化緊縮政策須調整步伐
01/10	聯準會醞釀降息，台灣央行跟進機率低
01/11	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
01/12	台灣出口回溫，產業冷熱兩樣情
01/14	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

01/16	聯準會營運損失千億美元，顯示暴力升息代價不低
01/17	入不敷出，美財政缺口居高不下
01/18	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
01/19	流動性需求漸增，聯準會縮表循環進入尾聲
01/22	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
01/23	外資大進大出，財政部成最大贏家
01/24	美抗通膨公債標售結果，顯示通膨延續緩降趨勢

元大經濟數據評析

美國

日期	報告標題
12/01	美國 10 月份 PCE - 消費動能明顯降溫，12 月份 FOMC 有望再次按兵不動
12/04	美國 11 月份 ISM 製造業 PMI - 終端需求疲弱，製造業景氣低迷不振
12/06	美國 11 月份 ISM 服務業 PMI、10 月份 JOLTS 職位空缺 - 實際需求並未轉強，傳統銷售旺季恐將難以暢旺
12/11	美國 11 月份就業報告 - 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
12/13	美國 11 月份 CPI - 通膨降溫的最後一哩路，主要集中在深具黏性的項目
12/14	美國 12 月份 FOMC 決議 - 升息循環正式告終，降息循環的啟動時點已能預見
12/15	美國 11 月份零售銷售 - 消費動能降溫速度緩慢，景氣有望以軟著陸的型態落地
12/18	美國 11 月份工業生產、12 月份標普全球 PMI - 通膨降溫之路面臨挑戰，市場恐需調整降息預期
12/21	美國 11 月份成屋銷售 - 房市景氣頂多是逐漸趨穩，不至於回歸上行趨勢
12/25	美國 11 月份 PCE - 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
01/04	美國 12 月份製造業 PMI： 製造業狀況好轉，僅是受到短期性因素所致
01/08	美國 12 月份就業報告、ISM 服務業 PMI - 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
01/12	美國 12 月份 CPI - 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
01/18	美國 12 月份零售銷售 - 聖誕假期、新年假期接連到來，帶動零售銷售動能明顯轉強
01/22	美國 12 月份成屋銷售 - 房貸利率回落後，房市景氣因而開始浮現觸底跡象

日本

日期	報告標題
12/04	日本十月就業報告： 就業動能放緩、生產力下滑，限縮薪資增幅
12/11	日本薪資及家戶收支： 內需動能低迷，日銀仍將維持寬鬆政策
12/15	日銀短觀調查報告： 企業經營現況及展望全面改善，擴張期尚未結束
12/25	日本 11 月通膨： 通膨延續下行趨勢，短期內日銀將按兵不動
12/27	日本 11 月就業報告： 勞動市場穩健擴張，靜待薪資成長跟上

01/10	日本東京通膨及家戶收支： 通膨延續下行趨勢，今年內需有望復甦
01/11	日本 11 月薪資報告： 薪資成長維持溫和，短期內日銀將按兵不動
01/19	日本 11 月機械設備訂單： 私部門投資維持低迷，日銀料延續寬鬆政策
01/19	日本 12 月通膨： 通膨下探一年半新低，元月日銀料按兵不動
01/23	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

歐元區

日期	報告標題
12/15	歐元區： ECB 再度維持利率不變，淡化市場降息預期
12/18	歐元區 12 月 S&P Global PMI： 景氣壓力猶存，ECB 緊縮立場料逐步調整
01/03	歐元區 11 月份貨幣供給： 企業融資狀況好轉，經濟浮現初步落底跡象
01/08	歐元區 12 月份 CPI 初值： 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
01/09	歐元區 12 月份經濟信心指數、11 月份零售銷售： 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
01/16	歐元區 11 月份工業生產： 非耐久消費財生產狀況好轉，工業景氣正逐漸築底

台灣

日期	報告標題
12/04	台灣 11 月 PMI、NMI： 製造業加速緊縮，非製造業加速擴張，產業走向兩極
12/07	台灣 11 月 CPI： 娛樂費用、油料費、衣著類漲幅縮小，物價漲幅回落
12/11	台灣 11 月出口： 人工智慧商機熱絡，帶動出口恢復成長
12/15	台灣央行 12 月理監事會議： 一如市場預期連續第 3 度維持利率不變
12/21	台灣 11 月外銷訂單： 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
12/26	台灣 11 月工業生產、零售餐飲： 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
12/26	台灣 11 月份貨幣供給： M2 年成長放緩，但仍處成長參考區間內
12/28	台灣 11 月景氣指標： 景氣對策信號重亮黃藍燈，但領先指標續降
01/03	台灣 2023 年 12 月 PMI、NMI： 製造業持續緊縮，非製造業穩健擴張，產業涼暖依然兩極
01/08	台灣 2023 年 12 月 CPI： 物價漲勢進一步鈍化，但仍距央行目標 2% 有段距離
01/10	台灣 2023 年 12 月出口： 人工智慧商機與低基期因素加乘，出口雙位數成長
01/23	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
01/24	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

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