

元大戰情分析

通膨數據虛胖，無礙逐步降溫趨勢

陳森林

Woods.Chen@yuanta.com

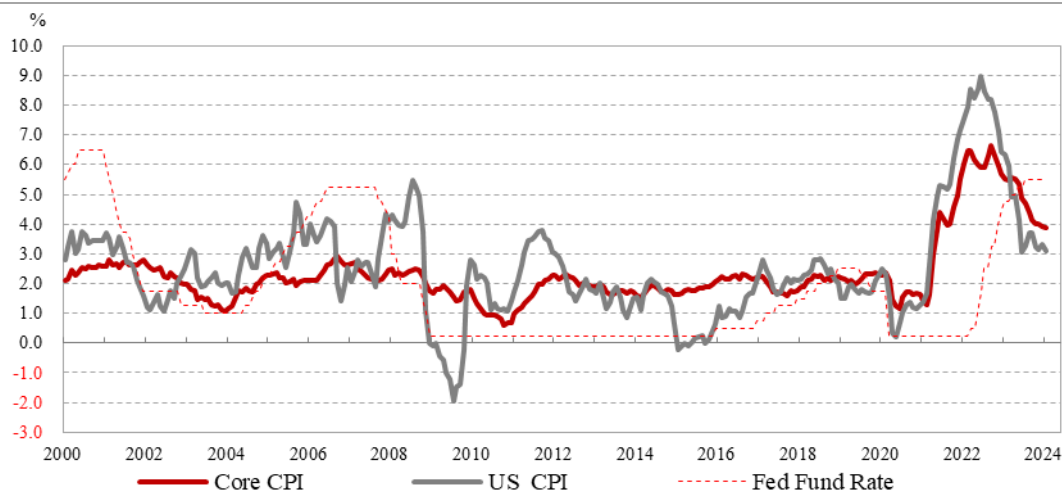
美國元月消費物價解析

- ◆ 美國元月份核心消費物價大漲 **0.4%**，超出預期且扭轉降溫趨勢，一度引發恐慌
- ◆ 設算房租價格逆勢轉強，與現實的降溫趨勢脫鉤，是數據超出預期的主因
- ◆ 實體商品價格已然穩定、勞務通膨緩步降溫格局不變，研判適度降息仍是選項

評論

- 美國元月份消費物價指數月增 **0.3%**，年增率 **3.1%**，未如預期跌破 **3%**關卡，主因核心物價加速攀升所致，月增幅達 **0.4%**，不僅高於預期值 **0.3%**，並且創下去年 **5**月以來的單月最大增幅，一度引發通膨降溫趨勢是否遭到扭轉的疑慮。
- 權重高達 **26.8%**的設算租金價格指數月增 **0.6%**，不僅高於上月的 **0.4%**，並且創下 **2023**年二月以來的單月最大增幅，是導致核心物價漲幅超出預期的主因，然而，對照目前其他研調及政府機構的實際租金指數都呈現降溫趨勢，這樣的走勢安排似乎明顯脫鉤、失真。
- 若將核心物價中的住宅類排除，月增率僅達 **0.20%**，與上月的 **0.17%**相去不遠，**2023**年的平均月增幅為 **0.18%**，變動幅度實屬有限，顯然通膨逐步降溫的趨勢並未遭到扭轉。由此看來，目前實質利率已達 **3.5%**，遠高於長期水平，仍是未來聯準會可以適度降息的合理藉口。

圖 1：美國消費物價指數年增率與聯準會基準利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

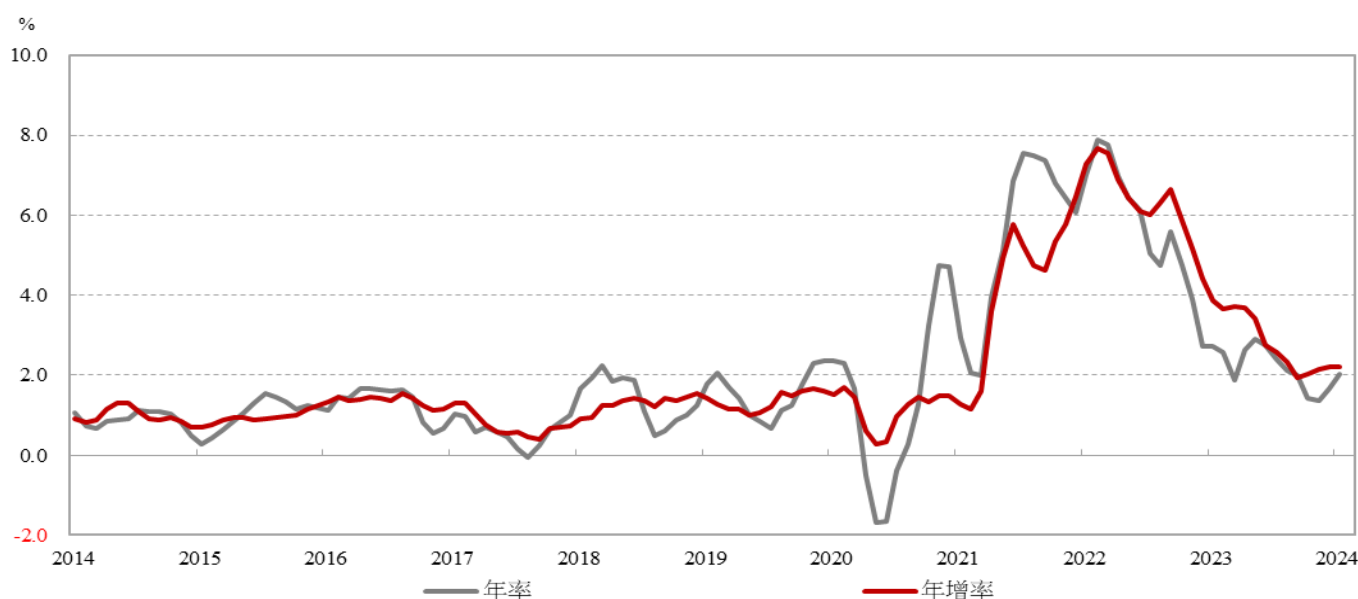
元月核心物價轉強，非季節性因素、設算租金項目加速是背後兩大主因

- **設算租金價格加速上漲，墊高核心物價：**元月份消費物價漲幅超出預期，主要來自權重最大的居住類指數，當中的設算租金價格指數月增 0.6%，不僅高於前月的 0.4%，更創下去年二月以來的單月最大增幅，核心物價因而被墊高了 0.1% 以上；然而，同類型指數中的私人租金項目卻僅小漲 0.36%，另外，對照到統計局所公布的租金數據趨勢，除了東岸城市的租金小幅加速之外，美國西部及南部城市的租金價格，在過去幾季都已轉為降溫或下滑走勢，顯示再持續性高利率的環境下，對於房租通膨已產生壓制性的效果。
- **元月份的非季節性因素干擾，很可能是一次性的因素：**至於租金以外的勞務價格揚升，包括醫療照護、教育、公用事業等價格指數出現彈升，部分導因於年度費率的調整，屬於先前通膨的連鎖遞延效應，與政府部門依照去年通膨漲幅而調高各式津貼及補助有關，這一部分會隨著未來通膨逐年降溫而遞減。由此看來，元月份核心勞務通膨漲幅超出預期，很可能導因於法規與制度所造成的遞延效應所致，而非趨勢性的逆轉。因此，或許需要再多看一到兩個月的數據，最終證明通膨降溫的趨勢並未改變，這也是為何主席鮑爾稱不急於在三月份展開降息的考量。

修正偏高的實質利率，仍是聯準會降息的合理藉口

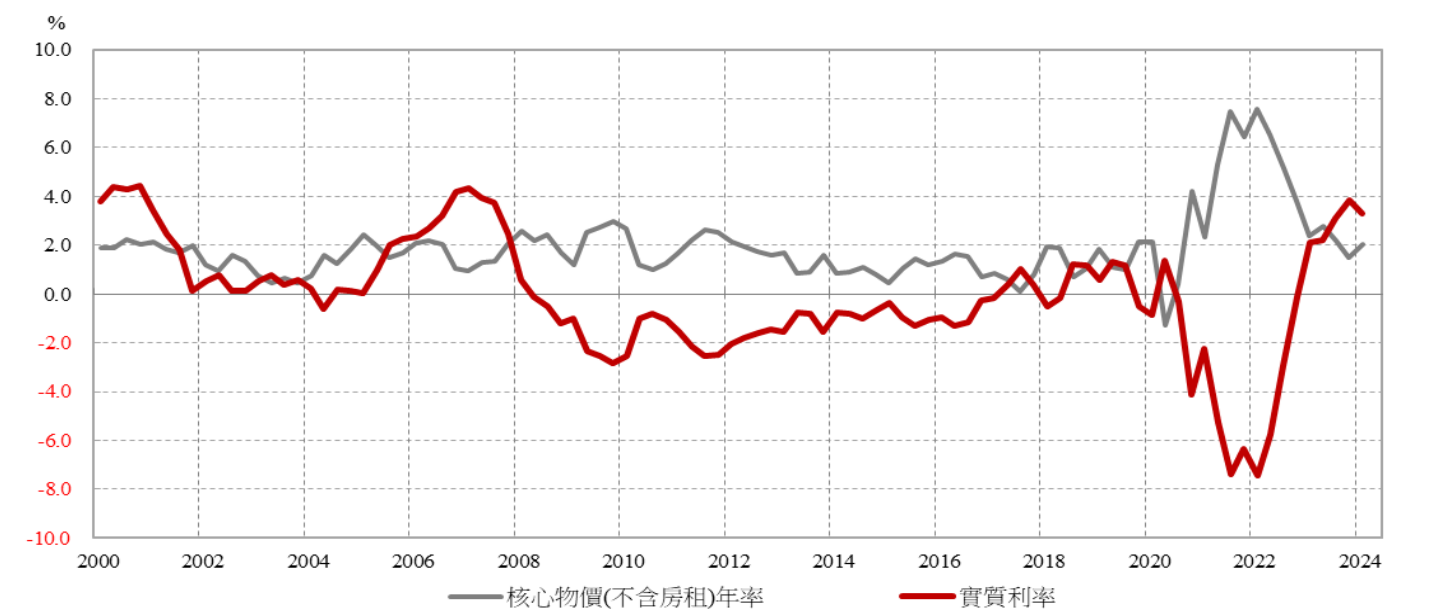
- **實質利率已達 3.5%，遠高於長期平均：**目前聯準會公開市場操作利率達 5.32%，已維持長達半年之久，從過去的升息循環經驗，利率維持在高檔通常一年左右將展開降息，由此推算，合理的時間點約在今年年中。至於降息的考量，很可能與景氣循環無關，畢竟在美國財政及補貼政策的支持下，就業與消費動能的良性循環下，擴張趨勢無虞，背後的推手，則是拜登總統推動基建、綠能及重建科技產業的政策方向，資本支出亦維持成長態勢，因此，降息的考量並非來自於景氣的循環性因素，而目前已達 3.5% 的短期實質利率，遠高於長期的合理水平，很可能是聯準會可以適度降息的合理藉口。
- **財長葉倫關切商用不動產市場風險，牽動地區性銀行的營運：**美國財長葉倫日前在國會聽證中提到，商用不動產市場的損失，將對地區性銀行的運作帶來風險，稱監管機構正在努力確保金融體系的貸款損失準備金與流動性，足以應對潛在的問題。這一番證詞點出聯準會這一輪的升息循環，所造成最大的副作用及風險正在醞釀中，原因在於升息墊高了商業銀行的資金成本，轉嫁到貸款者身上，而銀行業的放款金額中，45% 曝險與不動產市場有關，當中，商用不動產又占了總放款的四分之一強，由此看來，高利率政策等於將這些不動產業者當作提款機，時間一旦過長，遲早將引發商用不動產市場的問題，而區域型銀行將連帶受害，因此，金融體系運作的穩定，是聯準會決策考量的重要因素。

圖 2：美國不含食品、能源及房租之核心通膨六個月移動平均年率與年增率



資料來源：美國勞動部統計局、元大投顧預估

圖 3：美國實質利率(基準利率減去核心消費物價指數年率)



資料來源：彭博資訊系統、元大投顧預估

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	18,644.57	3.03%	3.98%	0050	元大台灣 50	142.35	4.71%	5.09%
					00631L	元大台灣 50 正 2	165.20	6.55%	9.26%
					00632R	元大台灣 50 反 1	4.28	-3.17%	-4.46%
					0056	元大高股息	36.86	1.12%	-1.44%
					00713	元大台灣高息低波	50.30	0.40%	-0.20%
					00850	元大臺灣 ESG 永續	36.68	3.15%	4.32%
					006203	元大 MSCI 台灣	68.40	4.19%	3.32%
	台灣加權電子指數	967.66	4.59%	8.08%	0051	元大中型 100	74.95	1.28%	1.77%
	臺灣金融保險類指數	146.02	0.00%	-3.46%	0053	元大電子	77.55	4.44%	8.23%
	富櫃加權指數	274.43	2.53%	6.05%	0055	元大 MSCI 金融	23.57	0.43%	-2.28%
中國	滬深 300 指數	3,364.93	0.00%	-1.93%	006201	元大富櫃 50	21.29	2.55%	6.45%
					0061	元大寶滬深	15.86	3.19%	-2.40%
					00637L	元大滬深 300 正 2	11.64	6.11%	0.34%
					00638R	元大滬深 300 反 1	10.37	-2.90%	0.10%
					006206	元大上證 50	26.70	3.25%	1.21%
美國	S&P500 指數	5,029.73	0.58%	5.45%	00739	元大 MSCI A 股	19.31	5.00%	-2.43%
					00646	元大 S&P500	48.96	1.07%	7.02%
					00647L	元大 S&P500 正 2	76.15	2.08%	8.71%
	那斯達克 100 指數	17,845.72	0.21%	6.06%	00648R	元大 S&P500 反 1	5.96	-0.67%	-3.40%
	標普美國高息特別股指數	722.95	0.37%	3.94%	00861	元大全球未來通訊	36.86	2.39%	6.32%
					00876	元大全球 5G	35.30	5.50%	5.69%
歐洲	EURO STOXX 50 指數	4,743.17	0.72%	4.90%	00762	元大全球 AI	57.00	3.45%	13.77%
日本	日經 225 指數	38,157.94	1.21%	14.03%	00771	元大 US 高息特別股	17.14	-0.12%	5.41%
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	4.94	1.04	18.26	00719B	元大美債 1-3	30.86	-0.13%	0.88%
					00697B	元大美債 7-10	35.12	-1.01%	-0.26%
	美國 2 年公債殖利率	4.57	-0.38	32.41	00786B	元大 10 年 IG 銀行債	34.10	-1.45%	-0.03%
					00787B	元大 10 年 IG 醫療債	34.43	-1.60%	-1.68%
	美國 5 年公債殖利率	4.21	-2.48	36.76	00788B	元大 10 年 IG 電能債	31.37	-1.66%	-3.51%
					00870B	元大 15 年 EM 主權債	29.20	-1.42%	-4.14%
	美國 10 年公債殖利率	4.23	-2.54	35.09	00679B	元大美債 20 年	29.59	-1.69%	-4.08%
					00680L	元大美債 20 正 2	8.84	-4.74%	-12.73%
	美國 30 年公債殖利率	4.41	-2.6	38.04	00681R	元大美債 20 反 1	20.17	2.33%	6.95%
					00720B	元大投資級公司債	34.82	-1.80%	-3.28%
中國	中國 5 年期公債殖利率	2.30	0	-8.9	00751B	元大 AAA 至 A 公司債	34.34	-1.83%	-2.80%
					00721B	元大中國債 3-5	44.81	0.22%	0.70%

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
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、股價市風險不大
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
01/29	市場風險監測 - 美股持續在 20 日均線之上緩緩走升維持攻勢；只是股市上漲較快時容易引來賣壓；20 日均線依然是短線最重要的攻防重點
01/29	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
01/29	日股週報 - 投資人靜待財報揭曉，股市呈高檔震盪格局
02/05	日股週報 - 聚焦大型權值股財報，股市延續緩漲格局

元大觀點

日期	報告標題
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
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
01/25	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
01/26	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
01/29	大型科技股依然是一個人的武林
01/30	美國重返低利率趨勢？解讀葉倫談話的弦外之音
01/31	台灣金融情勢解析：流動性無虞，支撐資產價格續揚
02/01	1 月份 FOMC 解讀： 雖然明示升息循環告終，但卻十分謹慎看待降息循環
02/02	收入可望改善，美國財政部收斂上半年發債額度
02/15	經濟表現續佳、通膨緩降、降息預期過激對行情的潛在變數已化解，眼下美股仍保持多頭架構

元大經濟數據評析

美國

日期	報告標題
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
01/25	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
01/26	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
01/29	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
02/02	美國 1 月份 ISM 製造業 PMI - 拉貨需求大幅轉強的背後，卻是客戶對於供應中斷的擔憂
02/05	美國 1 月份就業報告 - 勞動市場表現強勁，令通膨收斂至政策目標 2% 的路徑增添不確定性

日本

日期	報告標題
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
01/26	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%
01/30	日本 12 月就業報告 - 勞動市場維持穩健擴張，但兼職比例加速上升
02/09	日本 12 月薪資及家戶收支 - 薪資成長溫和，家戶實質消費持續衰退
02/16	日本第四季 GDP - 薪資成長不及通膨，為拖累景氣成長陷入衰退主因

歐元區

日期	報告標題
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
01/25	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
01/26	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
01/29	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
01/31	歐元區 1 月份經濟信心指數 - 製造業景氣築底，服務業景氣轉強

日期	報告標題
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
01/26	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
02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： 資本形成續減，民間消費成長放緩，但淨外需正貢獻提升，帶動經濟成長進一步攀高
02/02	台灣 1 月 PMI、NMI： 製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫
02/14	台灣 1 月 CPI： 農曆春節錯月因素，CPI 上漲率降至 2%以下
02/14	台灣 1 月出口： 人工智慧商機與農曆春節低基期，出口雙位數成長

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