

# 經濟數據評析

## 美國 1 月 PCE：在消費與所得保持韌性下，物價緩慢降溫不是壞消息

顏承暉

fattiger@yuanta.com

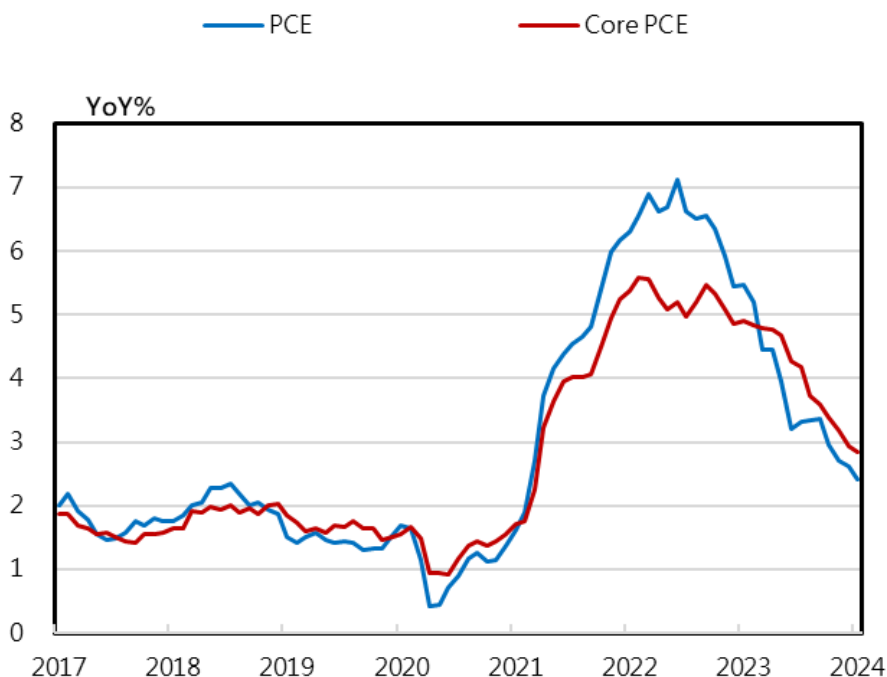
### 事件

- ◆ 1 月 PCE 價格平減指數月增率從前月的 0.1% 加速到 0.3%，符合市場預期；年增率從 2.6% 降溫到 2.4%，同樣符合市場預期。
- ◆ 核心 PCE 價格平減指數月增率從前月 0.1% 加速到 0.4%；年增率從 2.9% 降溫至 2.8%；超級核心通膨（不含租金的核心服務）月增率從 0.3% 加速到 0.6%。
- ◆ 個人所得月增率從 0.3% 加速到 1.0%；個人消費支出月增率從 0.7% 降溫到 0.2%。

### 評論

受到服務通膨升溫影響，通膨降溫走勢略有顛簸，但下行趨勢延續，聯準會目前仍無升息必要性，僅需思考延後降息，目前預期 6 月進行預防性降息，全年共計降息 3 碼；延後降息並不一定即是股市利空，因這意味著當前經濟具有韌性，觀察 1 月份數據，在勞動市場續呈穩健之下，個人所得維持成長，支持消費支出儘管受到單月嚴寒天氣的影響下仍能維持成長。

圖 1：PCE vs. Core PCE 年增率



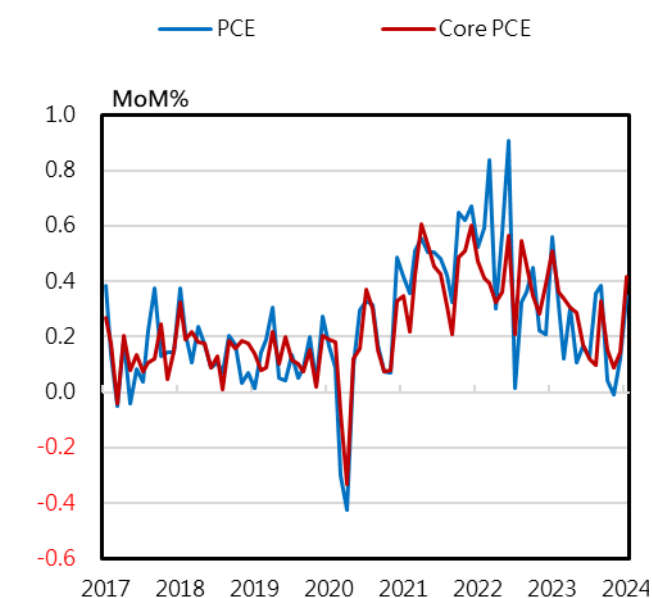
資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 本份報告具有以下重點：

### 數據總覽

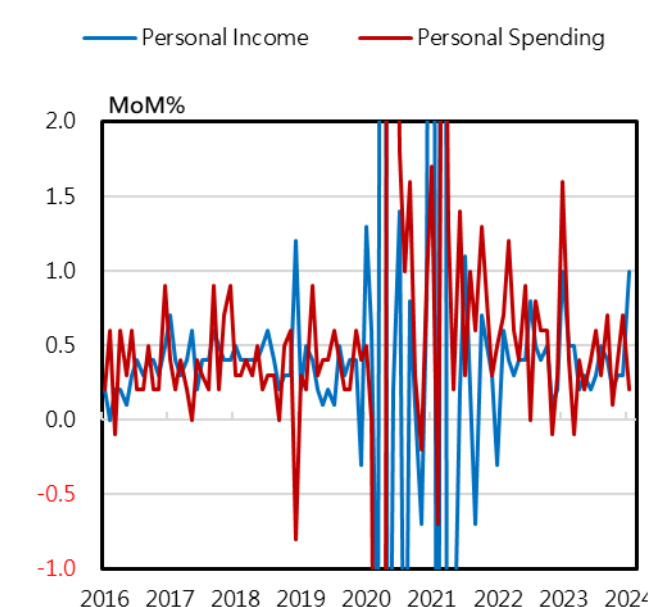
- 一、 1 月 PCE 價格平減指數月增率從前月的修正值 0.1% ( 初值為 0.2% ) 加速到 0.3% , 符合市場預期 , 增速為近四個月最高 ; 年增率從 2.6% 降溫到 2.4% , 符合市場預期。
- 二、 核心 PCE 價格平減指數月增率從前月的修正值 0.1% ( 初值為 0.2% ) 加速到 0.4% , 符合市場預期 , 增速為近一年新高 ; 年增率從 2.9% 降溫至 2.8% , 符合市場預期。
- 三、 超級核心通膨 ( 不含租金的核心服務 ) 月增率從 0.3% 加速到 0.6% ; 年增率則是由 3.3% 上升至 3.5% 。
- 四、 個人所得月增率從 0.3% 加速到 1.0% , 遠超過市場預期的 0.4% , 年增率持平於 4.8% 。
- 五、 個人消費支出月增率從 0.7% 降溫到 0.2% , 符合市場預期 , 年增率由 5.9% 放緩至 4.5% 。(圖 1、圖 2、圖 3)

圖 2：PCE vs. Core PCE 月增率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：個人所得 vs. 個人支出



資料來源：Bloomberg、元大投顧

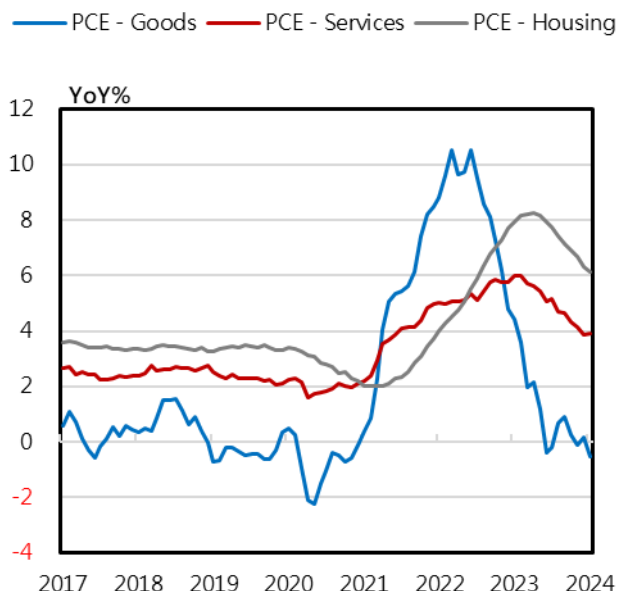
### 商品價格延續降溫格局，但服務及租金價格續揚

透過細項看來商品價格下行趨勢延續，已連續四個月下降，1 月份月減 0.2%，下降幅度與上個月持平，不過值得注意的是在電腦及電子產品價格上揚的影響下，耐久財價格時隔 7 個月後再度出現上漲的情況；但受惠於 1 月份原油價格處於相對低檔，汽油及其他能源商品的價格大幅月減 3.3%，帶動非耐久財價格由月減 0.1% 加速下降至月減 0.4%，帶動整體商品價格仍延續下行走勢。而由於廠商普遍偏好於年初調漲價格，再加上根據 S&P Global 所公布的 2 月份 PMI 初值，儘管製造業輸出價格持續上揚，但漲勢趨緩，並且製造業輸入價格指數較上月下降，顯示後續商品價格仍有下降的可能。

至於服務價格方面，月增率由 0.3% 加速至 0.6%，而在 Fed 最關心的超級核心 PCE (Supercore PCE)，也就是扣除能源及租金後的服務價格月增率由 0.3% 加速至 0.6%，年增率由 3.3% 上漲至年增 3.5%，這主要是受到投資組合管理服務、金融服務費用的調漲所導致，不過值得注意的是扣除房租外的 6 大服務類別中，有五項呈現加速上漲 (分別是醫療保健+0.5%、交通服務+0%、餐飲旅宿+0.7%、金融服務+1.3%、其他服務+0.8%)，僅有休閒娛樂略有降溫，由月增 0.9% 降至月增 0.4%，顯示整體服務通膨增速仍高，所幸 S&P Global 的 2 月份服務業投入指數仍延續下行的趨勢，因此預期服務價格短期內雖難以見到下滑，但勞動市場漸趨平衡之下，服務價格漲勢有望趨緩。

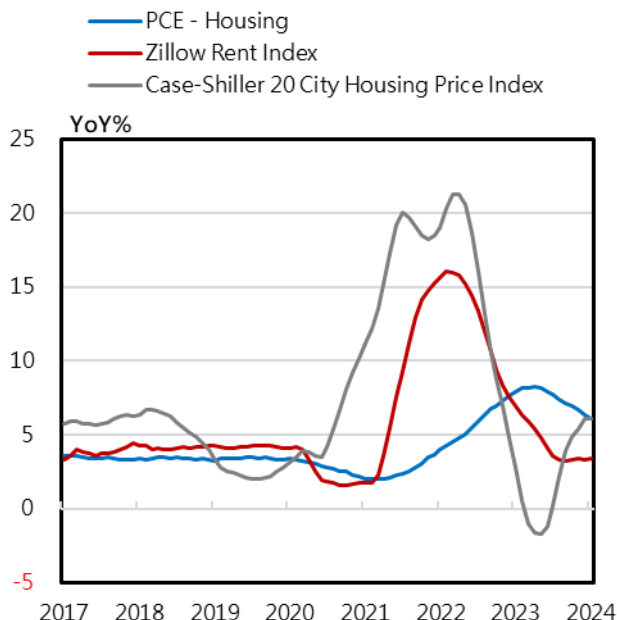
然而租金通膨方面，1 月份租金價格月增率由 0.4% 加速至月增 0.5%，年增率則是由 6.3% 略為放緩至 6.1%，儘管自去年 4 月起連續 10 個月下行，但 1 月份的月增率高達 0.5%，換算成年增率亦高達約 6% 的水準，加以考量到佔整體房市大宗的中古屋銷售市場目前仍舊處於供不應求的狀態，因此房價仍居高不下，凱斯席勒房價指數更是連續 11 個月上漲，而高昂的房價將持續拖累租金價格的下跌，這也將進一步延緩通膨下行進程。(圖 4、圖 5)

圖 4：PCE - 商品、服務、房租



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：PCE 房租 & Zillow 租金指數 & 凱斯席勒房價指數

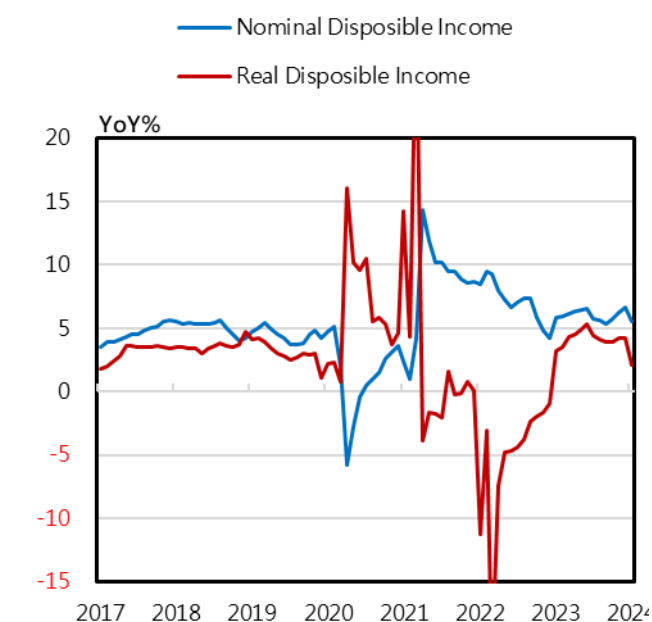


資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 股市、補助金等一次性因素帶動所得加速上漲

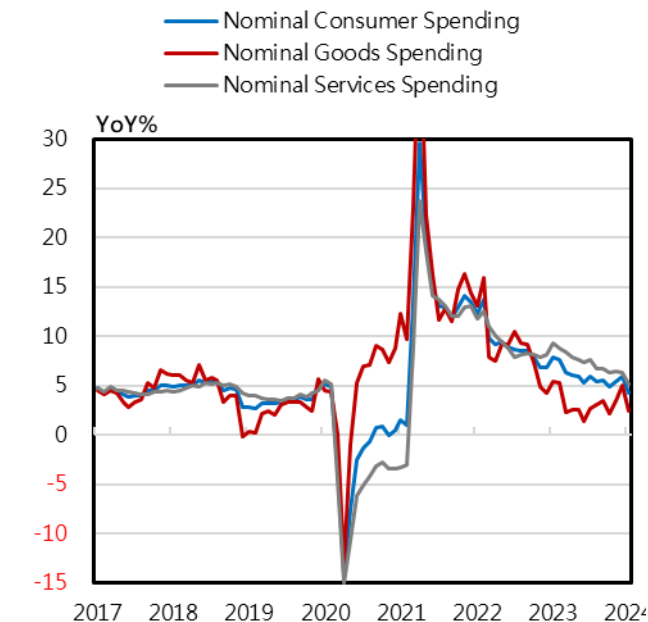
美國 1 月份個人所得月增率由 0.3% 大幅加速至月增 1%，年增率則是持平於 4.8%，1 月份個人所得高速上漲主要得利於股市上漲帶動個人股利所得大幅增長月增 4.1%，再加上社會安全金上調 3.2% 導致移轉性收入同樣大漲月增 2.6%，並且隨著房價上揚連帶租金收入亦月增 1.6%，導致 1 月份所得增幅遠遠高於市場預期；不過值得注意的是名目個人薪資所得增長略有放緩，月增率由 0.5% 降為 0.4%，並且儘管名目個人可支配所得持平於月增 0.3%，但實質個人可支配所得則是由月增 0.2% 降至月增 0%，顯示若扣除通膨影響後，消費者的實際消費能力並未顯著增加，背後反映的是勞動市場逐漸趨於平衡下，薪資漲幅的逐步趨緩。(圖 6)

圖 6：名目 &amp; 實質可支配所得



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 7：名目消費者 &amp; 商品 &amp; 服務支出



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 天氣嚴寒導致 1 月份個人支出放緩

美國 1 月份消費者支出增速放緩，名目支出月增率由 0.7% 降為月增 0.2%，支出的放緩有受到 1 月份氣溫寒冷的影響，而由於利率持續高昂，民眾大幅削減對於利率較敏感的耐久財支出月減 1.9%，非耐久財支出則是月減 0.8%，導致整體商品支出月減 1.2%；而服務支出則是由月增 0.7% 加速致月增 1%，其中以金融服務、住房及公用事業兩者的漲幅較為明顯，分別上漲 2%、1.2%，而受到嚴寒天氣影響，實質娛樂支出則是下降為月減 0.3%，整體而言，美國消費受到天氣的影響而出現短暫的波動，但在所得維持增長下，消費動能仍得以維持。

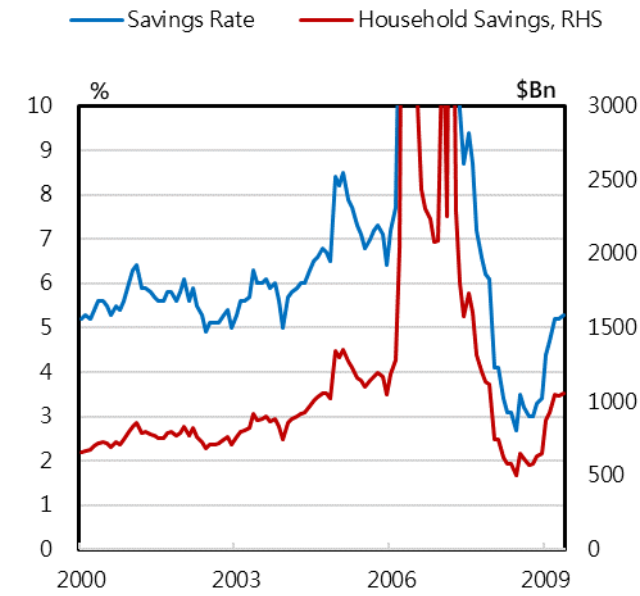
其中值得注意的是 1 月份的儲蓄率(家戶儲蓄佔可支配所得比)由 3.7% 回升至 3.8%，後續須留意是否有持續上升的情況，因為儲蓄率上升意味著消費者對於景氣前景預期不佳，連帶對於支出的計畫也會相對保守，長期而言這對於消費支出並非是個好消息。(圖 7、8)

## 未來展望

這份 PCE 報告由於受到眾多一次性的因素導致其憂喜參半，由達拉斯聯儲 (Dallas Fed) 所公布的截尾平均 PCE (Trimmed Mean PCE)，其 1M、6M、12M 年化成長率分別高達 5% (前值 2.6%)、2.9% (前值 2.6%)、3.2% (前值 3.3%)，顯示在扣掉極端值的影響後通膨還是遠高於聯準會目標，但其中部分是受到 1 月份單月的數據影響，長期下行的走勢依然延續，僅是延緩朝向目標收斂的時程。而個人消費方面同樣受到 1 月份嚴寒天氣影響使數據遭到干擾，所幸過去三個月薪資所得成長均高過通膨月增率，加上前日公布的經濟諮商會消費者信心高於長期平均，目前消費動能仍然保持韌性，消費的成長動能仍在延續；不過這部分並非沒有隱憂，原因在於儘管 1 月份股利、移轉性收入大幅增加下，但實質個人可支配所得僅是與上月持平，薪資所得的增幅亦有所收斂，顯示在勞動市場緩步降溫下，所得增速趨緩，這對後續消費動能的延續恐較為負面。(圖 9)

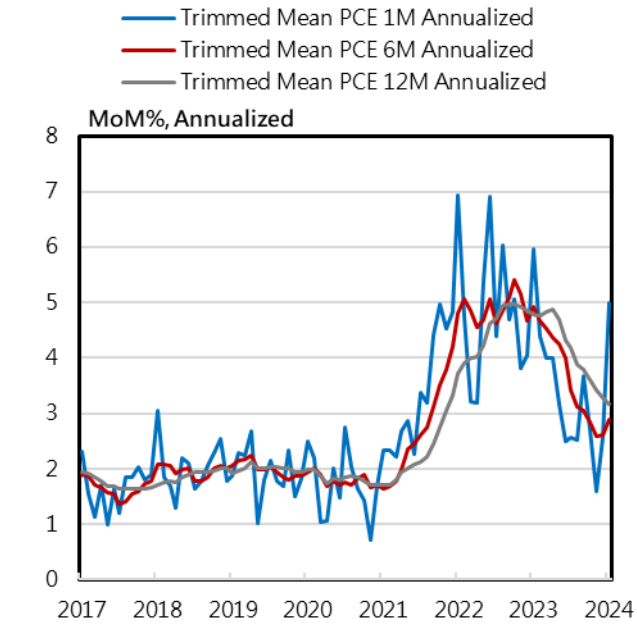
整體而言，儘管通膨降溫的腳步略有顛簸，但下行的趨勢依舊，加上目前聯邦利率遠遠高出通膨當前的通膨水準，因此預期聯準會至多有延緩降息時點的可能，並無重新思考升息的可能性 (目前我們預期聯準會於 6 月進行預防性降息，而全年預計降息 3 碼)，但在 Fed 已經停止升息下，延後降息不一定是股市利空，因為這代表著經濟充滿韌性、但對債市的影響中性偏空 (市場此前已經大幅修正降息預期)、對美元的影響中性 (延後降息的確有利美元、但市場風險趨避意識降溫則不利美元)。

圖 8：儲蓄率 & 家戶儲蓄



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 9：1M、6M、12M 截尾平均 PCE 年化變動率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 1：PCE & 個人所得 & 個人支出數據統計表

MoM%	2024	2023	2023	2023	2023	2023	YoY%
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	
PCE	0.3	0.1	0.0	0.0	0.4	0.4	2.4
商品	-0.2	-0.2	-0.6	-0.3	0.2	0.8	-0.5
服務	0.6	0.3	0.3	0.2	0.5	0.1	3.9
核心 PCE	0.4	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	2.8
核心商品	0.0	-0.3	-0.3	0.0	-0.1	0.0	-0.6
核心服務	0.6	0.3	0.2	0.2	0.5	0.1	4.1
名目支出	0.2	0.7	0.4	0.1	0.7	0.3	4.5
名目商品支出	-1.2	0.7	-0.1	-0.4	0.8	0.7	1.0
名目服務支出	1.0	0.7	0.6	0.4	0.7	0.1	6.3
實質支出	-0.1	0.6	0.4	0.1	0.4	-0.1	2.1
實質商品支出	-1.1	0.9	0.4	-0.2	0.6	-0.1	1.5
實質服務支出	0.4	0.4	0.4	0.2	0.2	0.0	2.3
名目所得	1.0	0.3	0.3	0.2	0.4	0.5	4.8
名目可支配所得	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3	0.4	4.5
實質可支配所得	0.0	0.2	0.4	0.3	-0.1	0.1	2.1

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	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	2.7	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	3883.3	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	4119.8	4111.1	4014.1	3963.7	4058.5	4024.8	4105.5	4222.4	4159.1	3910.8	3767.3	3820.4
出口	2536.2	2497.3	2464.7	2525.4	2484.1	2506.2	2414.1	2354.1	2382.0	2256.4	2248.1	2237.0
進口	2.7	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	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar
工業生產		0.0	1.2	-0.4	-1.0	-0.3	-0.1	0.1	-0.4	0.1	0.4	0.2
CPI		3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0
Core CPI		3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6
PCE		2.4	2.6	2.7	3.0	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4	4.4
核心 PCE		2.8	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7	4.8	4.8
ISM 製造業 PMI		49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0	46.5
ISM 服務業 PMI		53.4	50.5	52.5	51.9	53.4	54.1	52.8	53.6	51.0	52.3	51.2
新屋開工(千套 SAAR)		1331.0	1562.0	1512.0	1376.0	1356.0	1305.0	1451.0	1418.0	1583.0	1348.0	1380.0
新屋銷售(千套 SAAR)		661.0	651.0	607.0	670.0	698.0	654.0	728.0	683.0	710.0	679.0	640.0
成屋銷售(百萬套 SAAR)		4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2	4.2	4.4
營建許可(千套 SAAR)		1489.0	1493.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0	1417.0	1437.0
失業率(%)		3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4	3.5
非農新增就業人數(千人)		353.0	333.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0
平均時薪		4.5	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	4.7	4.7	4.6	4.7	4.6
央行利率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3	5.3	5.2	5.0	4.8
美元指數	104.1	102.9	102.7	104.5	106.4	105.3	103.1	101.4	103.1	102.8	101.8	103.8

資料來源: Bloomberg、元大投顧

近期相關報告

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
02/05	日股週報 - <a href="#">聚焦大型權值股財報，股市延續緩漲格局</a>
02/19	市場風險監測 - <a href="#">美股攻勢持續，投資人思維偏多；惟市場結構惡化，仍應保持警覺</a>
02/19	總體經濟週報 - <a href="#">在經濟軟著陸的情況下，債券市場最多是個慢牛行情</a>
02/19	日股週報 - <a href="#">財報季結束、指數逼近歷史高位，日股漲勢趨緩</a>
02/26	市場風險監測 - <a href="#">美股攻勢或延續，惟市場結構惡化，投資人居安思危，獲利了結及投組再平衡賣壓浮現</a>
02/26	總體經濟週報 - <a href="#">在 Fed 降息 3 碼下，合理的美國 10 年期公債殖利率為 4.29%~4.63%</a>
02/26	日股週報 - <a href="#">通膨延續降溫格局，有利引導日股維持上行趨勢</a>

觀點

日期	報告標題
02/20	<a href="#">電價調漲對台灣物價、經濟成長、產業的影響評估</a>

戰情分析

日期	報告標題
02/01	1 月份 FOMC 解讀： <a href="#">雖然明示升息循環告終，但卻十分謹慎看待降息循環</a>
02/02	<a href="#">收入可望改善，美國財政部收斂上半年發債額度</a>
02/15	<a href="#">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</a>
02/16	<a href="#">通膨數據虛胖，無礙逐步降溫趨勢</a>
02/17	聰明錢報告： <a href="#">多頭續行但結構更偏；回歸個股、順勢而為、保持警覺</a>
02/20	<a href="#">技術性衰退，無礙日股長線多頭趨勢</a>
02/21	<a href="#">調整電價反映成本，心理層面影響大於實質層面</a>
02/22	<a href="#">Nvidia 財報巨幅優於預期，為美股攻勢延續生機</a>
02/23	高評價不等於泡沫— <a href="#">以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例</a>
02/26	<a href="#">除了價值投資外，巴菲特的投資還重視「順勢而為」</a>
02/27	<a href="#">日股創新高只是多頭的開始，不是結束的序曲</a>
02/29	<a href="#">國人資產配置轉變，以及貨幣供給成長加速，台股長線看好</a>
03/01	<a href="#">延後降息不一定是市場壞消息</a>



國際金融市場焦點

<a href="#">02/21</a>	<a href="#">02/22</a>	<a href="#">02/23</a>	<a href="#">02/26</a>	<a href="#">02/27</a>
<a href="#">02/29</a>	<a href="#">03/01</a>			

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
02/02	美國 1 月份 ISM 製造業 PMI - <a href="#">拉貨需求大幅轉強的背後，卻是客戶對於供應中斷的擔憂</a>
02/05	美國 1 月份就業報告 - <a href="#">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</a>

日本

日期	報告標題
02/09	日本 12 月薪資及家戶收支： <a href="#">薪資成長溫和，家戶實質消費持續衰退</a>
02/16	日本第四季 GDP - <a href="#">薪資成長不及通膨，為拖累景氣成長陷入衰退主因</a>
02/21	日本 1 月份進出口 - <a href="#">汽車、半導體設備出口強勁，帶動出口連續兩個月改善</a>
02/27	日本 1 月份 CPI： <a href="#">服務通膨徘徊偏高水平，日銀或於晚些微調貨幣政策</a>
03/01	日本 1 月份工業生產 - <a href="#">工業生產暫時受汽車生產中斷疲弱，後續料逐步改善</a>

歐元區

日期	報告標題
01/31	歐元區 1 月份經濟信心指數 - <a href="#">製造業景氣築底，服務業景氣轉強</a>

台灣

日期	報告標題
02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： <a href="#">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</a>
02/02	台灣 1 月 PMI、NMI： <a href="#">製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫</a>
02/14	台灣 1 月 CPI： <a href="#">農曆春節錯月因素，CPI 上漲率降至 2%以下</a>
02/14	台灣 1 月出口： <a href="#">人工智慧商機與農曆春節低基期，出口雙位數成長</a>
02/29	台灣 1 月外銷訂單： <a href="#">新興科技應用，疊加農曆年前備貨效應與低比較基期，外銷訂單年率意外恢復成長</a>
03/01	台灣 2 月主計總處預測： <a href="#">上修 2024 年 GDP 成長預測至 3.43%，但下修 2023 年 GDP 成長率至 1.31%，物價上漲率預測調升至 1.85%</a>
03/01	台灣 1 月工業生產、零售餐飲： <a href="#">農曆年節錯月，工業生產年率大幅跳升，零售業營業額成長幾近持平，餐飲業營業額轉為衰退</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