

總體經濟週報

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%

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

賴怡欣

YiSin.Lai@yuanta.com

評論

- 利用 Adrian Crump & Moench 的方法估算，2024 年合理的美國 10 年債殖利率區間為 4.29%~4.63%，目前美債殖利率只是剛好落在合理評價的區間下緣。
- 利用遠期聯邦資金利率期貨減去近月聯邦資金利率期貨作為降息預期變化的指標估算，聯準會利率預期調整一個百分點，美 10 年期公債殖利率變化 19 個基點。據此計算降息 4 碼、3 碼、2 碼、1 碼、不降息等不同情境下所對應合理的美國 10 年期公債殖利率為 4.22%~4.56%、4.27%~4.61%、4.32%~4.66%、4.37%~4.71% 及 4.42%~4.76%
- 現階段超乎預期的 CPI 只會延後 Fed 降息的時點，但在通膨還沒有加速下，Fed 升息的機率不高。
- 基於 AI 推動生產力成長加速、美國財政赤字與政府債務、全球化趨勢中斷減弱美元資產巨量的需求，中性利率已經提高。因此我們利用一個比較高的實質中性利率（1%）的假設計算泰勒法則，發現 Fed 今年降息 3 碼的前提是失業率要從現在的 3.7% 上升到 4.1%，核心 PCE 年增率要從目前的 2.9% 降至 2.4%。但目前比較大的問題是，勞動市場始終沒有降溫的跡象，失業率可能會下修；同樣的如果通膨降溫持續不如預期，通膨率可能會上修。假設年底如果失業率無法升高至 4% 以上、通膨率無法降到 2.5% 以下，Fed 降息幅度可能不到 3 碼。因此投資人如果認為美國經濟只有軟著陸，最好只期待今年只有 2~3 碼的降息空間。
- 我們建議股債平衡配置型的投資人，趁著目前債券殖利率回到合理評價時，要開始檢討債券配置是否足夠。對於價差型的投資人來說，考慮到目前長天期債券仍然是負 carry、評價並非非常便宜，參與的過程中可能必須聚焦在短線的波段交易，而長線投資必須確定自己非常相信經濟馬上要陷入衰退。
- 本週美國市場要公布的經濟數據將會強化市場對於經濟不著陸的觀點。這包含：週二（2/27）要公布的經濟諮商會消費者信心、以及週五（3/1）公布的密西根大學消費者信心；我們認為在就業市場維持擴張、股市創新高下，消費者信心將會進一步回升。週四（2/29）要公布的 PCE 報告，預料 1 月份個人所得將會加速，搭配消費者信心走高，強化消費保持韌性。另，市場還重視 1 月份 PCE 通膨，由於一次性的費用調漲，1 月份 PCE 月增率將會加速，這將推遲聯準會降息的時間到年中以後。週五（3/1）的 ISM 製造業指數：考量庫存去化循環已經告一段落，預料 ISM 製造業指數將會逐漸落底回升。
- 本週日本市場最重要的數據末過於週二（2/27）公布的全國 CPI，由於此前公布的 GDP 陷入衰退，而市場又預期日本 1 月 CPI 年增率可能會跌落到 2% 以下，如此一來市場可能會開始懷疑日銀是否真的能夠下定決心在今年 3 月或 4 月的會期正式終止負利率政策。不過，對日股的投資人來說，這可能是好消息，因為日銀持續負利率，這將會令日圓維持弱勢，支撐已經創下新高的日股持續走高。

一、經濟觀點：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%

目前美債殖利率只是在今年合理評價的下緣

在上週的[總體經濟週報](#)中我們談到，由於今年美國經濟不太可能陷入衰退，因此即便今年稍晚會降息，但本次降息的實質是「預防性」降息，加上 RRP 即將在 4~5 月間耗盡，而美國公債主要的新增買盤已經轉移到要求利率比較高的家庭部門與非金融企業部門，因此即便 Fed 開始啟動降息，美債殖利率最多只是一個震盪下行的格局。但所謂的震盪下行到底是怎樣的概念？為了回答這個問題，我們必須回歸到評價。

在我們去年 [10 月 16 日的總體經濟週報](#)中提出一個債券評價的方式，我們利用 Adrian Crump & Moench 的方法將 10 年期公債殖利率切割為兩塊，分別是風險中性的利率水準（risk neutral yield）以及期限溢酬（term premium），其中風險中性的利率水準主要受到市場對於未來 Fed 利率路徑的影響，而期限溢酬則受到經濟的基本面、經濟不確定性、通膨預期以及債券籌碼。根據這個模型，2024 年 1 月合理的期限溢酬（Term Premium）為-12.28 個基點，假設市場對於年底 Fed 利率路徑的預測是合理的話（年底降息 3.287 碼），當前合理的美國 10 年期公債殖利率為 4.29%，與上週五（2/23）收盤的 4.248%相當，可見目前美債殖利率正處在合理的評價。

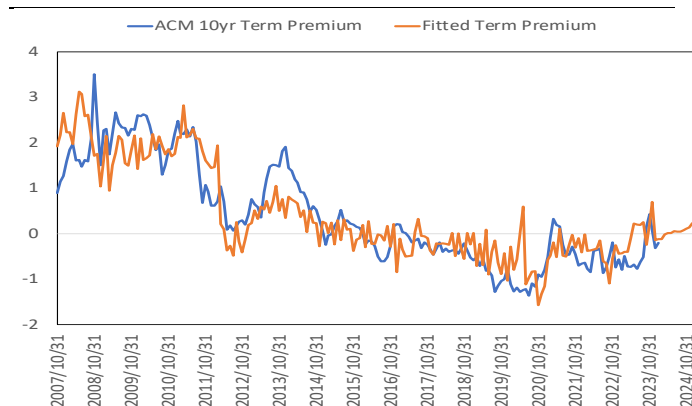
但問題是，隨著時間的推進市場流動性仍將逐漸趨於緊俏（RRP 的耗盡、QT、美國持續的財政赤字），合理的美債風險溢酬將逐漸墊高，因此如果假設 Fed 到年底前都將持續 QT 以及美國接下來的發債按照原定的預算，到年底時美國 10 年期公債的合理評價風險溢酬將會上升到 22 個基點，這意味著即便 Fed 降息 3.287 碼，美國 10 年債的合理評價將為 4.63%（圖 1-1）。

如果 Fed 未如預期降息 3 碼，合理的美債評價降小幅上移

然而，正如文章一開頭所說，影響合理評價的不是只有風險溢酬，還有 Fed 利率路徑，今年 4.27%~4.61%的合理評價區間是建立在今年會降息 3.287 碼的前提下。萬一，聯準會沒有降息這麼多，合理的評價又會發生改變。因此，現在要討論的問題是，如果聯準會只有降息 3 碼、2 碼、1 碼，甚至不降息的情況下，合理的評價到底是什麼？

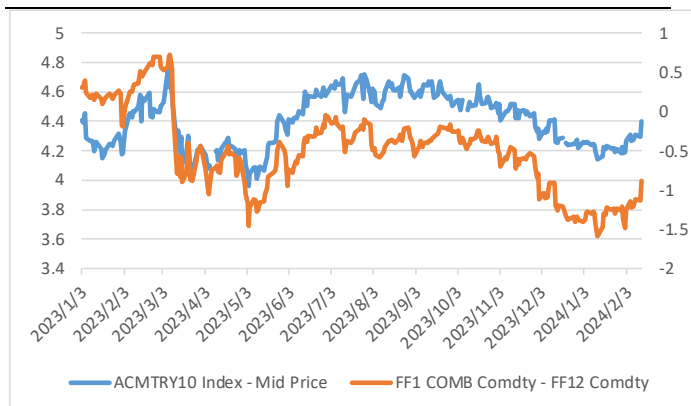
我們比對 12 個月後遠期聯邦資金利率期貨減去近月聯邦資金利率期貨（FF12-FF1）代表市場對於降息預期的變化與風險中性的利率水準（ACMTRY），可發現兩者呈現亦步亦趨的關係（圖 1-2），因此我們可以利用 FF12-FF1 估計降息預期變化，如何影響風險中性利率的合理水準。

圖 1-1：10 年公債期限溢酬與模型評價



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-2：降息預期與風險中性利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

但與一般人想像不同的是，並不是 Fed 縮減一碼的降息，風險中性利率就會上升 25 個基點，因為畢竟 Fed 只是延後降息，但一旦開始啟動降息，聯邦資金利率還是會緩緩地收斂到較低的均衡水準，因此平均來說每 100 個基點的聯邦資金利率變化，只會反映 19 個基點的 10 年期公債殖利率變化。

在這個基礎下，我們可以分別計算降息 4 碼、3 碼、2 碼、1 碼、不降息等不同情境下所對應合理的風險中性利率，分別為 4.35%、4.40%、4.45%、4.50%、4.55%。也就是說，今年在上述五個情境下合理的美國 10 年期公債殖利率為 4.22%~4.56%、4.27%~4.61%、4.32%~4.66%、4.37%~4.71%及 4.42%~4.76% (表 1-1) 。

表 1-1：不同降息路徑下 2024 年美國 10 年期公債合理評價

情境	風險中性利率	合理評價區間
4碼	4.35%	4.22%~4.56%
3碼	4.40%	4.27%~4.61%
2碼	4.45%	4.32%~4.66%
1碼	4.50%	4.37%~4.71
不降息	4.55%	4.42%~4.76%

資料來源：Bloomberg、元大投顧

如果年底失業率無法上升到 4.0%以上，Fed 降息幅度可能不會到 3 碼

接下來討論一下今年 Fed 貨幣政策的可能路徑。

首先關於在 1 月 CPI 超乎預期後，今年 Fed 是否會重啟升息？我們認為現階段超乎預期的 CPI 只會延後 Fed 降息的時點，但在通膨還沒有加速下，Fed 升息的機率不高，這點可以從近期多位 Fed 官員的公開談話可知，完全沒有官員談到 Fed 需要重啟升息 (表 1-2)。何以如此，主要原因在於目前美國實質利率仍高達 2.6%，超過 1990 年以來平均的 0.7%。因此對於 Fed 來說，除非看到通膨重新加速，否則只要維持這樣高的實質利率，通膨理應隨著時間過去而逐漸降溫。

表 1-2：近期 Fed 官員談話

日期	官員	談話
2/23	NY Fed總裁J. Williams	<ul style="list-style-type: none">At some point, I think it will be appropriate to pull back on restrictive monetary policy, likely later this year.But it's really about reading that data and looking for consistent signs that inflation is not only coming down but is moving towards that 2% longer-run goal.
2/22	理事L. Cook	<ul style="list-style-type: none">I would like to have greater confidence that inflation is converging to 2% before beginning to cut the policy rate.I would see an eventual rate cut as adjusting policy to reflect a shifting balance of risks.
2/22	副主席P. Jefferson	<ul style="list-style-type: none">We always need to keep in mind the danger of easing too much in response to improvements in the inflation picture.Excessive easing can lead to a stalling or reversal in progress in restoring price stability.
2/22	費城Fed總裁P. Harker	<ul style="list-style-type: none">I believe that we may be in the position to see the rate decrease this year.But I would caution anyone from looking for it right now and right away. We have time to get this right, as we must.
2/21	理事M. Bowman	<ul style="list-style-type: none">Current environment doesn't warrant Fed cutting interest rates.
2/16	舊金山Fed總裁M. Daly	<ul style="list-style-type: none">Three rate cuts is a "reasonable baseline" expectation for this year.

		<ul style="list-style-type: none">● We will need to resist the temptation to act quickly when patience is needed and be prepared to respond agilely as the economy evolves.● Price stability is within sight.
2/15	亞特蘭大Fed總裁R. Bostic	<ul style="list-style-type: none">● No rush to cut interest rates with US labor market and economy still strong; cautioned it's not yet clear that inflation is heading sustainably to Fed's 2% target.

資料來源：Bloomberg、元大投顧

接下來討論的問題是，什麼樣的條件下，Fed 會降息。眾所皆知，目前的 Fed 是依循數據操作（data dependent）的模式，也就是貨幣政策依循某一種泰勒法則。然而在泰勒法則的實踐中，一個無法客觀取得的數據是中性利率。所謂的中性利率指的是當經濟與通膨處在均衡水準時（產出缺口=0、通膨率收斂到 2%），既不刺激也不緊縮的利率水準。雖然中性利率的高低與貨幣政策無關（主要受到生產力、人口結構、所得分配、對安全資產的偏好程度...），但卻是制訂貨幣政策時很重要的依據。假設中性利率較低，意味著現行利率將更具緊縮性，這時若央行進入到降息循環，其降息的速度就會比較快、降息的空間也比較大；反之，當中性利率較高，同樣利率水準的緊縮程度就比較小，這時央行的降息速度與空間就比較小。因此中性利率水準可以被視為是降息循環能走多快、多遠的關鍵。

在我們去年 12/18 的總體經濟週報中曾分析，基於 AI 推動生產力成長加速、美國財政赤字與政府債務、全球化趨勢中斷減弱美元資產巨量的需求，中性利率已經提高，因此 Fed 可能會以一個比較高的中性實質利率來決定何時降息（若比對經濟預測與點陣圖，Fed 決定降息的中性實質利率可能是 1.0%）。將 1.0% 的中性實質利率代入泰勒法則的公式，我們可以得到不同經濟變數下對應的聯邦資金利率（表 1-3）。

從 1-3 的表可知，Fed 今年降息 3 碼的前提是失業率要從現在的 3.7% 上升到 4.1%，核心 PCE 年增率要從目前的 2.9% 降至 2.4%。但目前比較大的問題是，勞動市場始終沒有降溫的跡象（上周初次請領失業金回降到 20 萬人左右），失業率可能會下修，同樣的如果通膨降溫持續不如預期，通膨率可能會上修。假設年底如果失業率無法升高至 4% 以上、通膨率無法降到 2.5% 以下，Fed 降息幅度可能不到 3 碼。因此投資人如果認為美國經濟只有軟著陸，最好只期待今年只有 2~3 碼的降息空間。

表 1-3：不同經濟變數下泰勒法則隱含的聯邦資金利率

		失業率							
		3.7	3.8	3.9	4.0	4.1	4.2	4.3	4.4
核心 PCE 年增率	2.3	4.75	4.65	4.55	4.45	4.35	4.25	4.15	4.05
	2.4	4.90	4.80	4.70	4.60	4.50	4.40	4.30	4.20
	2.5	5.05	4.95	4.85	4.75	4.65	4.55	4.55	4.35
	2.6	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90	4.80	4.70	4.60
	2.7	5.45	5.35	5.25	5.15	5.05	4.95	4.85	4.75
	2.8	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20	5.10	5.00	4.90
	2.9	5.75	5.65	5.55	5.45	5.35	5.25	5.15	5.05
	3.0	5.90	5.80	5.70	5.60	5.50	5.40	5.30	5.20

資料來源：Bloomberg、元大投顧

配置型的投資人不要忽略債券，但價差型的投資人需要等待更合理的評價

這樣的研究對於投資的意義是什麼？

對於股債平衡配置型的投資人，趁著目前債券殖利率回到合理評價時，要開始檢討債券配置是否足夠。巴菲特曾經說過：「當別人恐懼的時候要貪婪、當別人貪婪時要恐懼」。但卻很少人能夠靠這句格言致富，關鍵的原因當市場反轉、市場恐懼時，大多數的人也都套牢了，也無力貪婪。目前長天期債券殖利率已經超過通膨、實質利率轉正，債券已經是能夠保持購買力的工具，適度的配置債券，一方面當行情真的反轉時，就有辦法進場撿便宜，另一方面也因為投資人知道已經準備好行情反轉時的購買力，才有辦法保持平常心參與到這波因為 AI 科技趨勢、全球供應鏈重組、地緣政治變局所帶動的大行情。

對於價差型的投資人來說，必須要有一個清楚的認知，目前殖利率仍然是負斜率，債券 carry 的成本相當高，再加上目前債券殖利率只是合理的評價，並不算非常便宜的評價，除非經濟衰退，否則不太可能會有大行情出現。因此參與的過程中可能必須聚焦在短線的波段交易，而長線投資必須確定自己非常相信經濟馬上要陷入衰退。

二、 一周經濟預覽：美國經濟數據將持續表明經濟不著陸

隨著股市屢創歷史新高，有越來越多的分析師們開始討論經濟「不著陸 (no landing)」的情境，也就是說經濟維持榮景，而通膨降溫的情況停滯。我們必須強調的是，只要 Fed 沒有重新升息，這樣的情境對股票市場來說不是壞消息。理由在於，股票合理的價值是一家公司未來現金流量的折現，在經濟不著陸的情況下，由於經濟維持成長榮景 (Q) 以及相對高的物價 (P) 將讓企業營收與獲利 ($P*Q$) 以較快的速度成長，只要情況沒有過熱到讓 Fed 需要加快升息，令折現率大幅提升，市場榮景都將持續。

我們認為，本週美國市場要公布的經濟數據將會強化市場對於經濟不著陸的觀點。這包含：

- 週二 (2/27) 要公布的經濟諮商會消費者信心、以及週五 (3/1) 公布的密西根大學消費者信心：我們認為在就業市場維持擴張、股市創新高下，消費者信心將會進一步回升。
- 週四 (2/29) 要公布的 PCE 報告，雖然 1 月份零售銷售大幅不如預期，我們判斷這主要是因為 1 月份極端嚴寒的天後所造成，而在 PCE 報告中消費的部分有包含比較多不受天候因素影響的消費，因此預料仍將維持正成長，只不過天候因素將令消費較前月降溫。但投資人不須過度解讀 1 月消費的降溫，因為我們預料在勞動市場維持健康下，1 月份個人所得將會加速，搭配消費者信心走高，強化消費保持韌性。另，市場還重視 1 月份 PCE 通膨，由於一次性的費用調漲，1 月份 PCE 月增率將會加速，這將推遲聯準會降息的時間到年中以後，但考慮到核心物價年增率仍將較前月降溫，市場對於降息預期已經大幅調整，因此我們不預測這樣的數據會令 Fed 有急迫性需要升息。
- 週五 (3/1) 的 ISM 製造業指數：考量庫存去化循環已經告一段落，預料 ISM 製造業指數將會逐漸落底回升。

本週比較可能需要額外小心的數據是：

- 週二 (2/27) S&P Case-Shiller 房價指數：目前美國通膨降溫不如預期的關鍵在於租金通膨依然高漲，主要原因在於許多屋主已經在低利率時期鎖定房貸，不願意掛牌出售，導致房屋餘屋庫存不足，進而令房價居高不下。假設房價重新加速，可能會開始挑戰市場對於通膨只是降溫緩慢但不會加速的假設。
- 週四 (2/29) 請領失業金人數：近期支撐股市榮景的關鍵在於「不著陸」的論述，而初次請領失業金人數是勞動市場的領先指標，過去幾週都維持在 20 萬人上下，但包含許多大型企業陸續裁員、JOLBS 就業報告中辭職率低於疫情前水平…等數據顯示，勞動市場可能已經開始降溫，這些比較充滿雜訊的資訊何時反應到請領失業金人數上，是觀察重點。

本週日本市場最重要的數據末過於週二 (2/27) 公布的全國 CPI，由於此前公布的 GDP 陷入衰退，而市場又預期日本 1 月 CPI 年增率可能會跌落到 2% 以下，如此一來市場可能會開始懷疑日銀是否真的能夠下定決心在今年 3 月或 4 月的會期正式

終止負利率政策。不過，對日股的投資人來說，這可能是好消息，因為日銀持續負利率，這將會令日圓維持弱勢，支撐已經創下新高的日股持續走高。另一個觀察重點是週五（3/1）的就業報告，市場會透過這份報告來尋求關於春鬥薪資是否大幅上調的訊號，市場預期日本失業率與求才求職比都與上月持平。

本週歐元區最重要的觀察重點是歐元區 CPI，市場預期本週歐元區 CPI 可望在服務業通膨降溫的壓抑下較上月降溫，若果真如此，這將令市場預期 ECB 將比 Fed 提前降息，這對於歐元匯率將會帶來下行的壓力。

2/29 中國將公布 2 月份製造業與服務業 PMI，由於 2 月恰逢農曆新年，且農民工還沒返回上工，預料 2 月份製造業與服務業 PMI 都將較上月下滑。

台灣將在本週公布外銷訂單（週二）、貨幣供給（週二）、失業率（週四）、工業生產（週四）、PMI（週五），主計處也將相應公布最新的經濟預測（週四）。

- 週二（2/27）台灣 1 月外銷訂單：外銷訂單金額動向指數連續第 3 個月緊縮且下滑至 46.5，加上去年 12 月中國防疫解封，墊高比較基期的效應遞延，預期 1 月外銷訂單年率將重挫。
- 周四（2/29）台灣 1 月工業生產：1 月標普全球台灣製造業中的生產數量減幅不大，且收斂至去年 5 月來最小，加上 1 月中經院台灣製造業 PMI 中的生產數量恢復擴張，以及製造業生產量產值動向指數儘管持續緊縮，但連續第 2 個月回升至 49.83，相當接近代表持平的 50，又今年農曆春節在 2 月間，去年在 1 月，以至於工作天數較多，加上年節長假前廠商可能趕工生產出貨，預期 1 月工業生產年率有機會恢復成長。
- 週四（2/29）主計總處預測：儘管近期主要機構上修全球經濟成長率預測，且庫存去化陸續告一段落，有利於台灣外需回溫，但考量去年第 4 季 GDP 初估年增率稍低於預期，因此預期修正 2024 年台灣經濟成長率預測的幅度可能不大。

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
02/26/2024 23:00	New Home Sales	684k	664k
02/27/2024 21:30	Durable Goods Orders	-5.00%	0.00%
02/27/2024 21:30	Durables Ex Transportation	0.20%	0.50%
02/27/2024 21:30	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	0.10%	0.20%
02/27/2024 21:30	Cap Goods Ship Nondef Ex Air	0.20%	0.00%
02/27/2024 22:00	S&P CoreLogic CS 20-City MoM SA	0.20%	0.15%
02/27/2024 22:00	S&P CoreLogic CS 20-City YoY NSA	6.00%	5.40%
02/27/2024 23:00	Conf. Board Consumer Confidence	115	114.8
02/28/2024 21:30	GDP Annualized QoQ	3.30%	3.30%
02/29/2024 21:30	Personal Income	0.40%	0.30%
02/29/2024 21:30	Personal Spending	0.20%	0.70%
02/29/2024 21:30	Real Personal Spending	-0.10%	0.50%
02/29/2024 21:30	PCE Deflator MoM	0.30%	0.20%
02/29/2024 21:30	PCE Deflator YoY	2.40%	2.60%
02/29/2024 21:30	PCE Core Deflator MoM	0.40%	0.20%
02/29/2024 21:30	PCE Core Deflator YoY	2.80%	2.90%
02/29/2024 21:30	Initial Jobless Claims	210k	201k
02/29/2024 21:30	Continuing Claims	1874k	1862k

02/29/2024 23:00	Pending Home Sales MoM	1.10%	8.30%
02/29/2024 23:00	Pending Home Sales NSA YoY	--	-1.00%
03/01/2024 23:00	U. of Mich. Sentiment	79.6	79.6
03/01/2024 23:00	ISM Manufacturing	49.5	49.1

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
02/27/2024 07:30	Natl CPI YoY	1.90%	2.60%
02/27/2024 07:30	Natl CPI Ex Fresh Food YoY	1.90%	2.30%
02/27/2024 07:30	Natl CPI Ex Fresh Food, Energy YoY	3.30%	3.70%
02/28/2024 13:00	Leading Index CI	--	110
02/28/2024 13:00	Coincident Index	--	116.2
02/29/2024 07:50	Retail Sales YoY	2.00%	2.10%
02/29/2024 07:50	Foreign Buying Japan Stocks	--	¥382.0b
02/29/2024 07:50	Industrial Production MoM	-7.00%	1.40%
02/29/2024 07:50	Industrial Production YoY	-1.80%	-1.00%
03/01/2024 07:30	Jobless Rate	2.40%	2.40%
03/01/2024 07:30	Job-To-Applicant Ratio	1.27	1.27
03/01/2024 08:30	Jibun Bank Japan PMI Mfg	--	47.2
03/01/2024 13:00	Consumer Confidence Index	38.3	38

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
02/27/2024 17:00	M3 Money Supply YoY	0.30%	0.10%
02/28/2024 18:00	Consumer Confidence	--	-15.5
02/28/2024 18:00	Services Confidence	9	8.8
02/28/2024 18:00	Industrial Confidence	-9.2	-9.4
02/28/2024 18:00	Economic Confidence	96.5	96.2
03/01/2024 17:00	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	46.1	46.1
03/01/2024 18:00	CPI Estimate YoY	2.50%	--
03/01/2024 18:00	CPI MoM	0.60%	-0.40%
03/01/2024 18:00	CPI Core YoY	2.90%	3.30%
03/01/2024 18:00	Unemployment Rate	6.40%	6.40%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-4：中國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
----	------	----	----

03/01/2024 09:30	Composite PMI	--	50.9
03/01/2024 09:30	Manufacturing PMI	49.1	49.2
03/01/2024 09:30	Non-manufacturing PMI	50.8	50.7
03/01/2024 09:45	Caixin China PMI Mfg	50.7	50.8

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-5：台灣未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
02/27/2024 16:00	Export Orders YoY	-1.10%	-16.00%
02/27/2024 16:20	Money Supply M2 Daily Avg YoY	--	5.30%
02/27/2024 16:20	Money Supply M1B Daily Avg YoY	--	3.11%
02/29/2024 16:00	GDP YoY	5.10%	5.12%
02/29/2024 16:00	Unemployment Rate	3.40%	3.40%
02/29/2024 16:00	Industrial Production YoY	5.95%	-3.99%
03/01/2024 08:30	S&P Global Taiwan PMI Mfg	--	48.8

資料來源: Bloomberg、元大投顧

三、一週經濟回顧：FOMC 與 ECB 會議記錄暗示降息不會那麼快發生

美國

Nvidia 財報與展望優於預期、超乎預期經濟數據、Fed 會議記錄與官員談話是左右上週市場行情的關鍵。

- 1 月 FOMC 會議紀錄中，除了官員們談論到避免過早降息、對通膨降溫趨勢表達謹慎、對經濟看法仍然樂觀以及沒有急於要停止 QT 外，本次會議紀錄中也沒有看到官員們對於到底在怎樣的條件下要降息做出詳細的討論。除此之外，相比於 Fed 總裁鮑爾在會後記者會表示有信心通膨可以降溫，本次會議紀錄中官員並沒有這樣的說法，反而表示許多官員期望看到通膨降溫更進一步降溫才降息，因此這份會議紀錄將進一步向後推遲首次降息的時間點。
- 初次請領失業金人數報告之所以重要，是因為這份報告的調查期間剛好也是 2 月就業報告的調查期間，由於初次請領失業金人數下滑到 20.1 萬人，遠低於象徵就業市場健康的 30 萬人門檻值，這意味著 2 月份不僅非農就業仍然可以保持高於長期平均的速度成長，且失業率還有下行的壓力。
- 2 月美國 S&P Global 製造業 PMI 回升，製造業生產、新接訂單與就業指數都成長，且廠商採購增加與庫存增加。反應庫存去化循環告一段落，在需求仍然保持穩定下，製造業廠商開始回補庫存，帶動製造業景氣向上。由於製造業循環與企業獲利關係密切，這意味著美國企業獲利可望逐漸向上。
- 上週美國經濟數據中唯一比較疲弱的是領先指標，不過從同時指標與落後指標都在成長，加上 1 月的經濟數據受到嚴寒的因素干擾，因此研判數據只是表明美國經濟成長可能難以加速，但仍然保持韌性。

表 2-5：美國過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
----	------	----	-----	----	----

02/20/2024 23:00	Leading Index	-0.30%	-0.40%	-0.10%	-0.20%
02/22/2024 03:00	FOMC Meeting Minutes	--	--	--	--
02/22/2024 21:30	Initial Jobless Claims	216k	201k	212k	213k
02/22/2024 21:30	Continuing Claims	1884k	1862k	1895k	1889k
02/22/2024 22:45	S&P Global US Manufacturing PMI	50.7	51.5	50.7	--
02/22/2024 22:45	S&P Global US Services PMI	52.3	51.3	52.5	--
02/22/2024 22:45	S&P Global US Composite PMI	51.8	51.4	52	--
02/22/2024 23:00	Existing Home Sales	3.97m	4.00m	3.78m	3.88m
02/22/2024 23:00	Existing Home Sales MoM	4.90%	3.10%	-1.00%	-0.80%

資料來源: Bloomberg、元大投顧

日本

- 1月日本出口在汽車、半導體設備出口強勁，帶動出口連續兩個月改善。預計隨著 AI 等新興科技應用持續發展，半導體終端需求亦逐步改善，且庫存調整取得成果，搭配早前日本半導體製造裝置協會預估今年全年銷售額年增率將達 27%，意味著半導體設備出口將持續走強，可望引導後續日本出口延續上行格局，同時可望逐步改善貿易收支，對日圓乃至於日股均為有利因素。

表 2-6：日本過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/19/2024 07:50	Core Machine Orders MoM	2.70%	2.70%	-4.90%	--
02/19/2024 07:50	Core Machine Orders YoY	-1.30%	-0.70%	-5.00%	--
02/21/2024 07:50	Trade Balance	-¥1855.4b	-¥1758.3b	¥62.1b	¥68.9b
02/21/2024 07:50	Trade Balance Adjusted	-¥230.7b	¥235.3b	-¥412.7b	-¥440.1b
02/21/2024 07:50	Exports YoY	9.50%	11.90%	9.80%	9.70%
02/21/2024 07:50	Imports YoY	-8.70%	-9.60%	-6.80%	-6.90%
02/21/2024 14:00	Machine Tool Orders YoY	--	-14.00%	-14.10%	--
02/22/2024 07:50	Foreign Buying Japan Stocks	--	¥382.0b	¥621.3b	¥621.2b

資料來源: Bloomberg、元大投顧

歐元區

- 上週發表的歐洲央行會議記錄，從 ECB 可能下修通膨率預測並表示經濟成長低於預期可知，ECB 上半年就可能開始降息。只是從會議紀錄中，官員提到需要等待更清楚的工資轉向的證據可知，ECB 首次降息的時間點可能會等到 4~5 月勞工薪資協商後再做決定，再加上近期歐元區經濟數據正在逐漸落底，研判首次降息時間點將落在 6 月。

- 2月歐元區製造業 PMI 從 46.6 下滑至 46.1 凸顯出，受到中國經濟疲軟的影響，歐元區製造業依然低迷，並令德國經濟表現顛頂。不過全球製造業庫存去化循環告一段落，歐元區製造業可望逐漸落底。不過，2 月份服務業 PMI 從 48.4 回升到 50.0，反應歐元區勞動市場普遍存在韌性，帶動服務業活動回升，經濟存在下行韌性。

表 2-7：歐元區過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/22/2024 17:00	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	47	46.1	46.6	--
02/22/2024 17:00	HCOB Eurozone Services PMI	48.8	50	48.4	--
02/22/2024 17:00	HCOB Eurozone Composite PMI	48.4	48.9	47.9	--
02/22/2024 18:00	CPI YoY	2.80%	2.80%	2.80%	--
02/22/2024 18:00	CPI MoM	-0.40%	-0.40%	-0.40%	--
02/22/2024 18:00	CPI Core YoY	3.30%	3.30%	3.30%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

中國

- 新年開始中國分別從供給面與需求面出手挽救低迷的房市，年初中國推出白名單項目，針對正在建設、與貸款額相當的抵押品、項目預售資金未被動用、開發商須制定貸款使用與完工計畫的項目提出專項貸款，預計規模達 3.2 兆人民幣，其中 1/3 是新增貸款。而 2 月 20 日人行以有紀錄以來最大的規模調降 5 年期 LPR 利率。
- 白名單項目主要目的在於保交樓（避免開工項目因為建商財務狀況不佳而出現爛尾現象），而降息則可以降低房貸負擔。
- 我們認為這兩項政策雖然有助於減緩中國房市的惡性循環，但卻無力扭轉頹勢。主要原因在於目前建商仍然被龐大債務所纏身，即便保交樓項目獲得確保，但買家還是會擔心售後服務不到位而信心不足。同樣的，目前中國民眾不買房並非不缺資金，2024 年 1 月家庭部門存款較疫情前(2019/12)增加 72%達到 139 兆人民幣，凸顯降息對於刺激需求的空間有限。

表 2-8：中國過去一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	實際值	前值	修正
02/20/2024 09:15	5-Year Loan Prime Rate	4.10%	3.95%	4.20%	--
02/20/2024 09:15	1-Year Loan Prime Rate	3.40%	3.45%	3.45%	--
02/23/2024 09:30	New Home Prices MoM	--	-0.37%	-0.45%	--
02/23/2024 09:30	Used Home Prices MoM	--	-0.68%	-0.79%	--
02/23/2024 16:33	FDI YTD YoY CNY	--	-11.70%	-8.00%	--

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	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
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	0.9
CPI	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0	6.0
Core CPI	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5	5.6	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
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
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	47.7
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	55.0
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	1436.0
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
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	4.5
營建許可(千套 SAAR)	1470.0	1493.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0	1417.0	1437.0	1482.0
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	3.6
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	287.0
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	4.7
央行利率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3	5.3	5.2	5.0	4.8	4.8
美元指數	102.9	102.7	104.5	106.4	105.3	103.1	101.4	103.1	102.8	101.8	103.8	103.7

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)	-0.1	-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)	-0.2	-0.3	-0.7	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)	-0.1	-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	0.0	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)	2.6	0.9	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)	1.7	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)	7443	19256	25828	27236	21420	26486	14437	18941	18545	22365	21894	-20136
經常性薪資(名目年增率)	1.4	1.0	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)	-1.5	-2.3	-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)	0.4	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)	-2.5	-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)	38.0	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 (%)	2.4	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	0.1	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	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
CPI	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.3	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9	8.5
核心 CPI	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7	5.6
綜合 PMI	48.9	47.9	47.6	47.6	46.5	47.2	46.7	48.6	49.9	52.8	54.1	53.7
製造業 PMI	46.1	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8	47.3
服務業 PMI	50.0	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2	55.0
經濟信心指數	96.2	96.5	94.3	93.9	94.0	94.0	94.8	95.7	96.6	98.9	98.8	99.3
消費者信心指數	-15.5	-16.1	-15.1	-17.0	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5	-19.1
失業率		6.4	6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4	6.5	6.5	6.5	6.6
央行利率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.0	3.9	3.7	3.5	3.3	3.0
EURUSD	1.09	1.09	1.08	1.06	1.07	1.09	1.11	1.08	1.09	1.10	1.07	1.07

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,%)	5.1	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	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar	Feb
CPI(YoY,%)	1.8	2.7	2.9	3.0	2.9	2.5	1.9	1.8	2.0	2.4	2.4	2.4
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
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
製造業 PMI	48.0	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1	48.3	41.3	42.8	47.3	51.4
服務業 PMI	53.5	56.0	56.2	53.2	53.5	54.3	55.7	54.6	52.0	55.8	53.2	50.2
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
出口(YoY,%)	18.1	11.8	3.7	-4.5	3.4	-7.3	-10.4	-23.4	-14.1	-13.3	-19.1	-17.1
進口(YoY,%)	19.0	-6.5	-15.0	-12.4	-12.2	-23.0	-21.0	-30.1	-21.8	-20.3	-20.1	-9.5
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
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
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
USDTWD	31.2	31.3	31.9	32.3	32.0	31.8	31.2	30.8	30.7	30.6	30.6	30.2

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
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
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
02/19	市場風險監測 - 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
02/19	總體經濟週報 - 在經濟軟著陸的情況下，債券市場最多是個慢牛行情
02/19	日股週報 - 財報季結束、指數逼近歷史高位，日股漲勢趨緩

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
02/20	電價調漲對台灣物價、經濟成長、產業的影響評估

元大戰情分析

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
02/16	通膨數據虛胖，無礙逐步降溫趨勢
02/17	聰明錢報告： 多頭續行但結構更偏；回歸個股、順勢而為、保持警覺
02/20	技術性衰退，無礙日股長線多頭趨勢
02/21	調整電價反映成本，心理層面影響大於實質層面
02/22	Nvidia 財報巨幅優於預期，為美股攻勢延續生機
02/23	高評價不等於泡沫— 以今日的 Nvidia 對比 2000 年的 Cisco 為例

國際金融市場焦點

02/21	02/22	02/23		
-----------------------	-----------------------	-----------------------	--	--

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
02/21	日本 1 月份進出口 - 汽車、半導體設備出口強勁，帶動出口連續兩個月改善

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

台灣

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