

# 經濟數據評析

## 美國 2 月 ISM 製造業 PMI：製造業景氣逐漸築底，但反攻動能恐受抑制

顏承暉

fattiger@yuanta.com

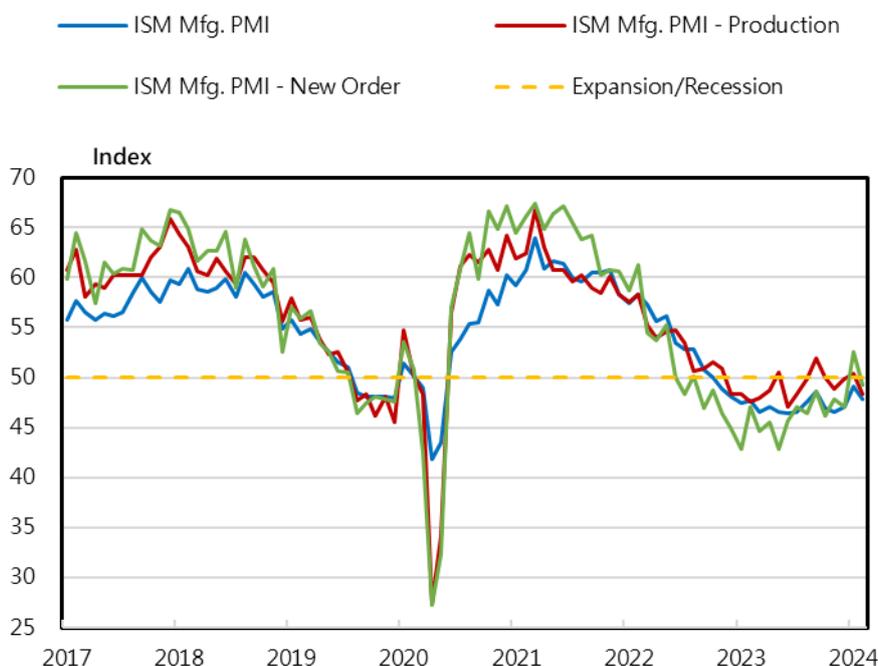
### 事件

- ◆ 2 月 ISM 製造業 PMI 出乎市場預料得由前值 49.1 降至 47.8，遠低於市場預期 49.5，終止了連續兩個月回升的走勢，再度得反轉向下。
- ◆ 新訂單、生產、就業指數同步下降處於緊縮區間，而價格指數漲勢趨緩
- ◆ 製造業景氣止穩，但在終端需求疲弱的壓抑下，反彈的力度短期內料將不會太強

### 評論

2 月份美國製造業景氣在訂單需求不彰的情況下，再度的下滑，生產及就業的需求同步降溫，不過好消息是隨著庫存去化的進程漸終，客戶端回補庫存需求提升，加上外部需求回溫，導致企業佈局未來的態度轉趨積極，製造業景氣築底的態勢漸顯，不過短期內來說，考量到超額儲蓄耗盡下美國終端需求略顯疲軟，因此兩相綜合之下，整體止跌後反彈的力度恐不會太高。

圖 1：ISM 製造業 PMI & 生產 & 新訂單指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## 數據總覽

- 一、 2月 ISM 製造業 PMI 出乎市場預料得由前值 49.1 降至 47.8，遠低於市場預期 49.5，終止了連續兩個月回升的走勢，再度得反轉向下。
- 二、 新訂單指數同樣的意外下滑，由前值 52.5 降至 49.2，顯著低於市場預期的 52.7；就業指數由 47.1 降至 45.9，同樣不如市場預期的 48.5；價格指數由 52.9 略為下降至 52.5，小幅低於市場預期的 53。
- 三、 在製造業 18 個產業當中共有 8 個產業回報景氣較前月擴張，高於回報景氣緊縮的 7 個產業。(圖 1)

## 訂單需求下降，影響整體製造業景氣降溫。

1 月份在睽違 16 個月後，製造業新訂單指數重新得回到擴張區間，然而與我們上月分析的結論相仿，1 月份訂單的大幅增長背後主要原因可能是因為庫存水位的調整，由於年底的消費旺季使得客戶廠商庫存水位下降得較為快速，1 月份的客戶端存貨指數由 48.1 大幅加速下滑至 43.7，因而提升了平衡庫存水位的需求，帶動訂單需求出現增長，然而這部分的增長隨著 1 月份零售銷售數據不佳，客戶端存貨水準下降速度趨緩，2 月份客戶端存貨指數由 43.7 回升至 45.8，連帶導致新訂單指數於 2 月份出乎市場預期的再度跌落緊縮區間。

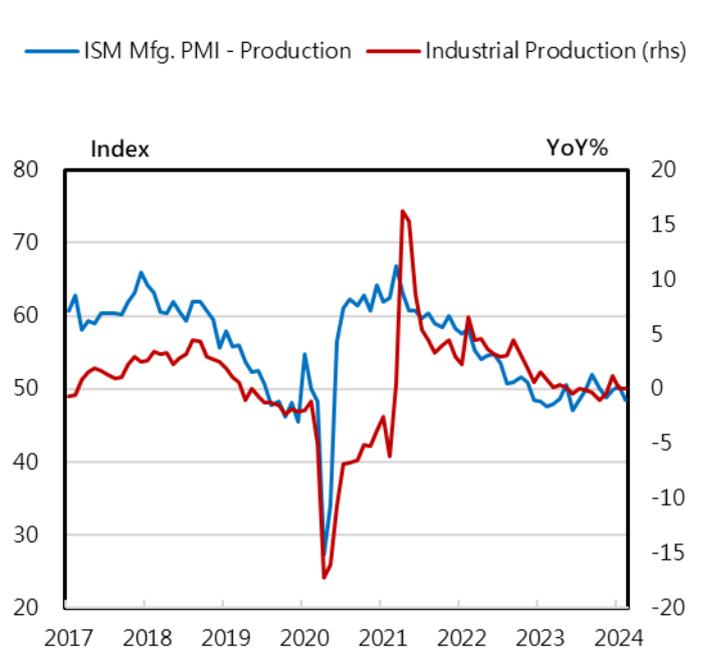
新訂單的縮減導致廠商生產活動降溫，生產指數由 50.4 降至 48.4，面對生產活動的下降，廠商消耗積壓訂單水準以消耗過剩產能的需求同步下滑，未出貨訂單指數得下降速度趨緩由 44.7 回升至 46.3，這也使得 2 月份製造業就業指數由 46.2 進一步下降至 45.3，創下去年 8 月以來的新低，並已連續五個月處於衰退區間，與此同時製造業價格指數的增速放緩，由 52.9 略為降至 52.5。

圖 2：ISM 製造業新訂單指數 & 製造業新訂單



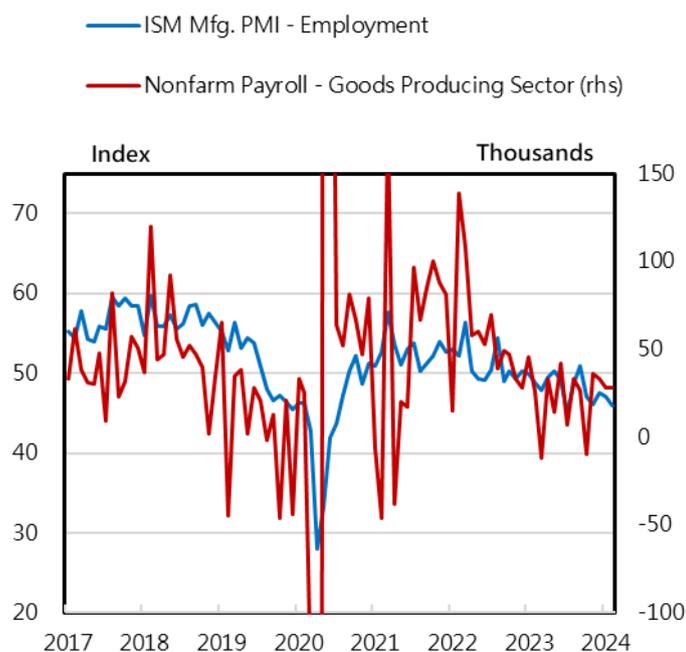
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 3：ISM 製造業生產指數 & 工業生產



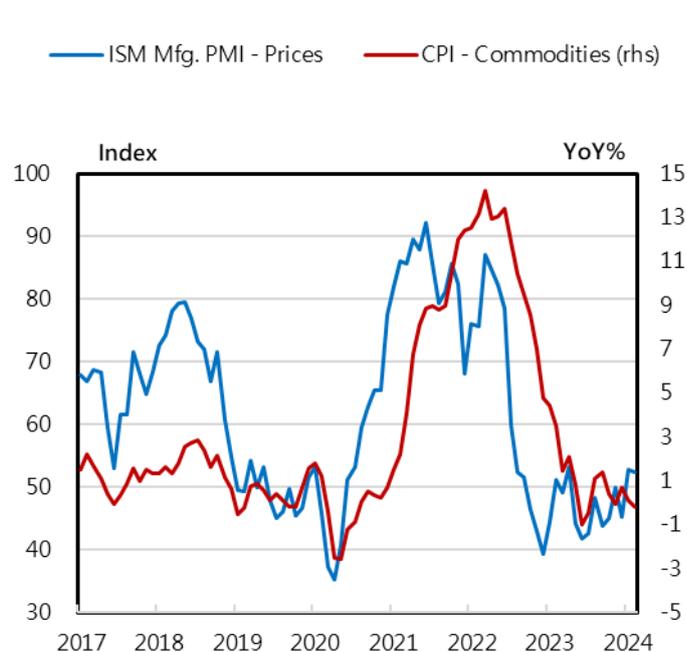
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 4：ISM 製造業就業指數 & 商品生產就業人數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 5：ISM 製造業價格指數 & 商品 CPI



資料來源：Bloomberg、元大投顧

## S&P Global 與 ISM 製造業 PMI 兩者並不同調

S&P Global 所公布的 2 月份製造業 PMI，卻是與 ISM 製造業 PMI 呈現出截然不同的一幅光景，2 月份指數終值由 50.7 上升至 52.2，相較於初值的 51.5 擴張速度更為快速，得利於新訂單與生產的擴張，生產指數更是創下 2022 年 7 月以來新高，同時企業表示客戶庫存去化進程已至尾聲，客戶端調升庫存水位至安全水準的需求漸漸浮現，連帶就業指數較上月增長，並推動價格連續三個月回升，商品通膨的壓力有所增加，所幸原材料的供給顯著的改善，提供未來商品物價趨緩的利基。

不同調的原因可能與 ISM 的季節調整有關，ISM 報告指出，◆ 2 月份製造業景氣的疲軟主要是因為一次性因素扭曲了統計資料（今年閏月，季節調整會壓低統計數據，未經季節調整的數字是改善的），加上淡季現象，讓數字看起來比實際上疲軟。

## 總結

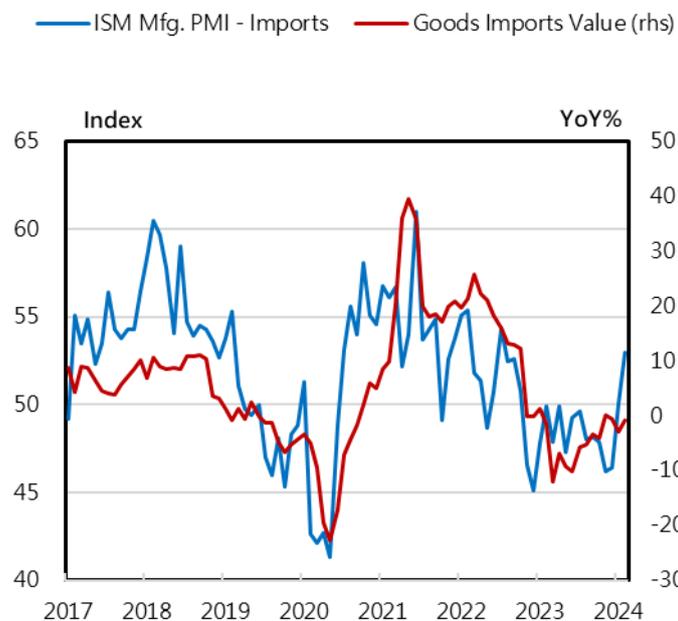
乍看之下 2 月份 ISM 製造業 PMI、S&P Global PMI 兩份報告的調查數據呈現相互矛盾的情況，ISM 製造業 PMI 報告顯示了美國製造業的景氣仍然相對的疲弱，訂單及生產的成長動能皆不高；然而 S&P Global 的報告則凸顯出客戶回調庫存水準需求增加，帶動製造業景氣有築底回升的跡象。

然而細究細項來說，我們認為兩份報告是具有某種程度上的同步性的，原因在於 ISM 製造業的調查中，2 月份回報訂單增長的產業共有 11 個，超過全數 18 個產業的半數，僅只有 4 個產業回報訂單減少（分別為家具、紡織、菸草飲料、機械），因此整體訂單的下降可能主要由少數產業需求大減（可能與閏年工作天數調整有關），加以其餘產業需求回升的幅度較弱所導致，再加上出口訂單由 45.2 大幅回升至 51.6，反映出外部需求逐漸回溫的景況，同時在質化的調查中，有部分企業表示需求出現回升，訂單動能出現增加，顯示多數產業訂單的能見度是有逐步浮現的跡象顯現。

而另一個認為兩份報告同調的跡象在於 ISM 製造業的進口指數由 50.1 上升至 53，是自 2022 年 10 月以來首度的連續兩個月擴張，顯示企業對於未來景氣回升有所期待，因此提振企業備料的態度重新轉為積極，六大製造業中有 3 個在 2 月份回報擴張，分別為金屬製品、化工、運輸設備，前二者為中間財的主要提供產業，而後者則是為商品提供運輸量能，顯示製造業景氣逐漸有築底回溫的跡象。

總結而言，美國製造業的景氣在庫存去化調整告終的情況下，廠商漸漸迎來庫存回補的訂單浮現，加上外需漸有改善，企業對於未來的布局態度有轉趨積極的跡象，不過考量到超額儲蓄已然耗盡，市場終端需求趨軟，因此抑制了企業的調整步伐，不敢即刻進行大幅度的調整，不過在兩股力量相互抵消下，製造業的景氣下行的趨勢已切實的止穩，但短期內回溫力度偏弱，快速反彈回升的可能性仍然偏低。

圖 6：ISM 製造業進口指數 & 商品進口



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 7：NFIB 企業資本支出計畫 & 核心資本財訂單



資料來源：Bloomberg、元大投顧

表 1：ISM 製造業數據統計表

單位：Index	2024	2024	2023	2023	2023	2023
	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep
ISM 製造業 PMI	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6
生產	48.4	50.4	49.9	48.8	50	51.9
新訂單	49.2	52.5	47	47.8	46.2	48.6
就業	45.9	47.1	47.5	46.1	47.1	50.9
供應商交貨	50.1	49.1	47	46.2	47.7	46.4
存貨水準	45.3	46.2	43.9	44.3	43.6	45.4
價格	52.5	52.9	45.2	49.9	45.1	43.8
未交貨訂單	46.3	44.7	45.3	39.3	42.2	42.4
出口訂單	51.6	45.2	49.9	46	49.4	47.4
進口	53	50.1	46.4	46.2	47.9	48.2
客戶存貨	45.8	43.7	48.1	50.8	48.6	47.1

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	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	47.8	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>	<a href="#">03/02</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>
03/01	美國 1 月 PCE： <a href="#">在消費與所得保持韌性下，物價緩慢降溫不是壞消息</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