

總體經濟週報

放慢縮表速度意味著什麼？

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

賴怡欣

YiSin.Lai@yuanta.com

➤ 評論

- 聯準會主席鮑爾在 3 月 20 日的會後記者會中表示，「很快地 (fairly soon)」將會啟動減碼縮表。按照過去的慣例，「很快地 (fairly soon)」的意思是，如果沒有意外的話，聯準會將在 5 月的會期中正式啟動減碼縮表。
- 2008 年的量化寬鬆政策 (QE) 後，聯準會的利率政策框架發生了巨大改變，從準備金稀缺制度 (scarce reserves regime) 走向充裕準備金制度 (ample reserves regime)。自此，聯準會透過支付 IOER 以及 ON RRP 利率來控制貨幣市場利率，不再依靠經常性的公開市場操作。聯準會主席鮑爾在 3 月 20 日的 FOMC 會後記者會中表示，即便縮表還是希望保持「適當的充足準備金水準 (appropriate level of ample reserves)」，也就是不再重返準備金稀缺制度。
- 造成 Fed 在維持充裕準備金制度還堅持縮表的關鍵在於降低 Fed 營運不必要的成本。
- 長期 QE 導致金融系統中的流動性並非均勻的分佈，這令 Fed 在靠近充裕準備金時需要放慢縮表速度，避免縮表太快導致市場資金不必要的緊張，甚至被迫提早停止縮表。
- 辨識準備金充足 (ample) 但不過度 (abundant) 的原則是，貨幣市場利率 (一般會使用 SOFR 利率) 會跟隨著準備金數量變化而「小幅度」波動。如果貨幣市場利率會緊貼著 ON RRP 利率，就是過度 (abundant) 的特徵；而波動劇烈就是準備金稀缺的特徵。目前屬於準備金「過度 (abundant)」的狀態。
- 參考 2018/3~2018/11 準備金充裕的經驗，加以考慮金融監理要求趨嚴，研判準備金/GDP 比應在 10% 以上才能夠滿足充裕的條件。
- 同時考量未來兩年名目 GDP 的走勢，以及假設 Fed 從 5 月起就會減碼縮表，預料 2025Q1~Q2 當準備金/GDP 比達到 10~11% 之間，Fed 就會停止縮表。
- 2020 年至今，銀行準備金與美股轉折高度正相關的原因是因為這時 ON RRP > 0，這時準備金的變化主要反映市場風險偏好的變化。
- 當 Fed 持續縮表到 RRP 接近零時，準備金的變化不只受到風險偏好的影響，還受到資金供給的影響。屆時在資金存量有限下，股債價格將轉為負相關，但準備金的變化就會與股市關係脫鉤。
- 我們認為聯準會到 2025 年 Q2 還要額外縮表 9100 億美元，若套入評價模型，這會令 10 年期公債殖利率增加 11 個基點，亦即縱然 Fed 沒有升息，長天期債券殖利率還有上行壓力。
- 我們認為本週四 (3/28) 公布的 PCE 報告，將再一次令投資人認為 Fed 不會這麼快降息。由於 2 月零售銷售反彈，再加上汽車銷量激增，我們預期 3 月個人消費支出將會在服務類消費支撐下成長加速 (服飾與其他商品類消費可能因為疫情期間的大量購買而不會太強)。個人所得預料將因非農就業持續擴張而加速成長。而 2 月份通膨料加速，理由在於油價上漲將會令 2 月 PCE 通膨率較 1 月上行，不過 ISM 指數中的價格指數較 1 月下滑，因此預料核心 PCE 通膨月增率將放緩。因此，在經濟再一次展現韌性下，市場將會解讀為 Fed 不需要加速降息，只不過核心物價降溫趨勢仍在，因此投資人也不需要調整今年會降息的預測。因此這份報告對市場來說，不會是利空。

一、 經濟觀點：放慢縮表速度意味著什麼？

「很快地 (fairly soon) 」指的是若無意外 5 月就要啟動減碼縮表

聯準會主席鮑爾在 3 月 20 日的會後記者會中表示 (詳見 [3 月 FOMC 記者會紀錄](#))，在 3 月的會議中聯準會有討論減緩聯準會持有資產減少速度的議題，而聯準會預期這個時點「很快地 (fairly soon) 」到來，聯準會的目的是，在將資產負債表收窄到「適當的充足準備金水準 (appropriate level of ample reserves) 」的過程中，減碼縮表可以確保平穩過渡，避免重演 2019 年縮表縮過度的問題。

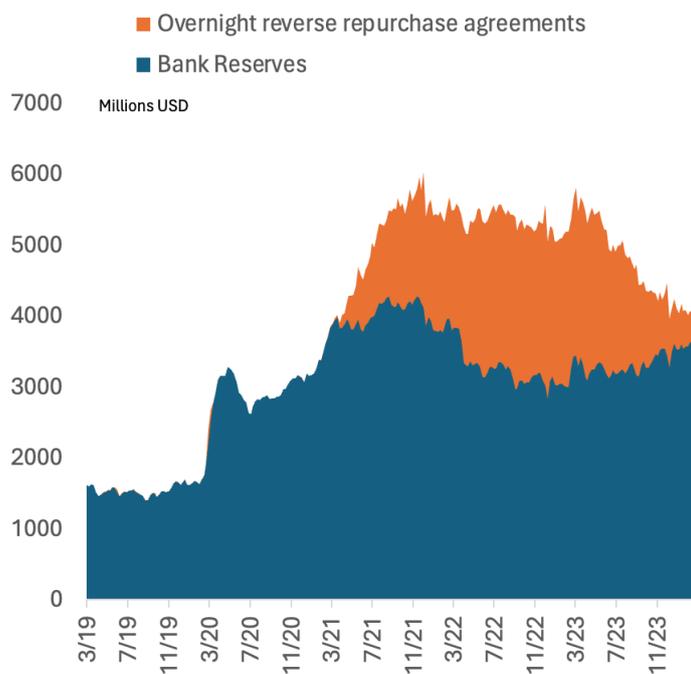
在會後記者會中，Bloomberg 記者 Steve Matthews 問到鮑爾說，「很快地 (fairly soon) 」的字眼指的是什麼意思，鮑爾表示這個字眼就是過去所習慣的用法 (fairly soon is words that we use to mean, fairly soon.)。鮑爾最早使用這個字眼是在 2016 年 5 月，當時讓市場認為 6 月一定會升息，但沒想到當時聯準會遇到了勞動市場放慢以及英國竟然投票正式脫歐兩大不確定的來襲，導致聯準會最後關頭延後升息。而另一次 Fed 使用「很快地 (fairly soon) 」是在 2017 年 2 月，之後在 3 月的會期聯準會就正式升息並開始啟動升息循環。

由此可知，「很快地 (fairly soon) 」的意思是，如果沒有意外的話，聯準會將在 5 月的會期中正式啟動減碼縮表。

Fed 貨幣政策框架改變：從準備金稀缺走向充裕準備金年代

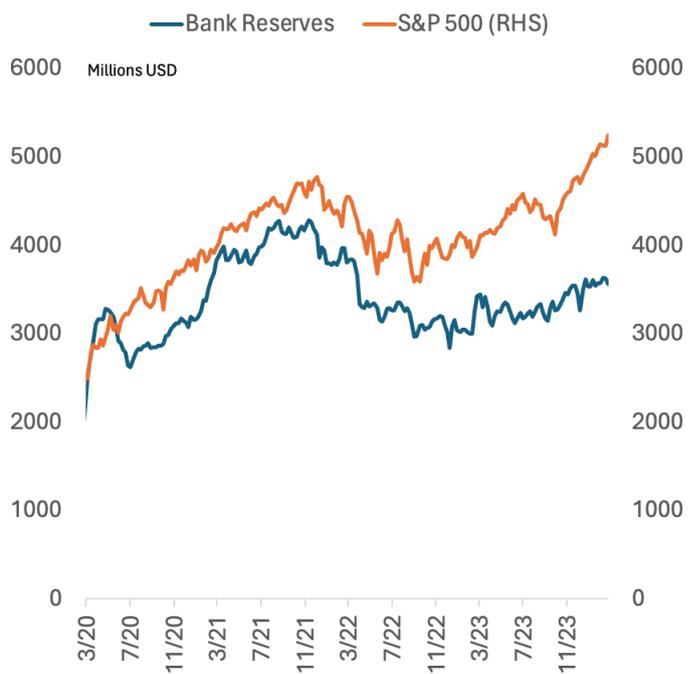
要瞭解為什麼 Fed 要縮表？就要從 Fed 兩個最大的負債項目說起：準備金 (bank reserves)、隔夜逆回購餘額 (overnight reverse repurchase agreements) (圖 1-1)。準備金是銀行存放在聯準會的資金 (加上銀行金庫的現金)，銀行使用它們來結算銀行之間或不同銀行的客戶之間的付款。銀行持有準備金，以便在面臨存款大量外流時始終擁有可以動用的流動資產，並滿足流動性監管的要求。此外，在滿足流動性監管的要求後，銀行還可以透過帳上的準備金進行放款，達到貨幣創造的目的。不難想像，準備金的多寡，與實體經濟關係密切，無怪乎，疫情後準備金的多寡與股市多空頭關係密切 (圖 1-2)。

圖 1-1：銀行準備金、RRP 餘額



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-2：美國家庭部門淨值與消費



資料來源：Bloomberg、元大投顧

2008 年金融海嘯後，Fed 向市場大量買進債券，買進的對象不限於銀行，還包含許多非銀行金融機構。因此不僅僅是銀行體系資金過度，非銀行金融機構也充滿大量的流動性。這些非銀行金融機構的過剩流動性通常滯留在貨幣市場，除了相互借貸外，還買進國庫券等貨幣性工具。但由於聯準會的購債規模相當大，以至於相互借貸以及國庫券的供給無法滿足非銀行金融機構的資金去化，導致貨幣市場利率經常向下偏離聯邦資金利率。為了解決這個問題，Fed 在 2013 年推出隔夜逆回購操作(overnight reverse repurchase agreement, ON RRP) 並將其視為政策輔助工具。運作方式是聯準會將美國公債、機構債或房貸抵押擔保證券售予合格交易對手，通常是交易商、貨幣市場基金、政府金融存款機構等非銀行重要金融機構而隔日購回證券並支付一價差做為隔夜利率，用以吸收短期過剩的流動性，以避免利率跌破央行目標下緣、降至負利率，故此時隔夜逆回購利率便發揮著聯準會利率目標區間下限的作用。我們可以理解為，ON RRP 回收了 Fed 向市場投放資金滿溢出來的部分，也就是說實體經濟完全用不到的流動性。這些流動性雖然是從聯準會流出，但又透過 ON RRP 回流到聯準會的資產負債表上，因此沒有實際上流通到實體經濟上，因此其增減對於經濟的影響相當有限。

在此，我們大概有一個初步的概念，即 2008 年的量化寬鬆政策 (QE) 後，聯準會的利率政策框架發生了巨大改變，從準備金稀缺制度 (scarce reserves regime) 走向充裕準備金制度 (ample reserves regime)。在 2008 年金融海嘯以前，由於聯準會是不會對銀行準備金支息，因此當時銀行在滿足法定準備金要求後，就沒有誘因額外持有更多的準備金，這時聯邦資金利率只是個「目標」，而 Fed 是透過每天買賣短天期美國國債的方式，來積極管理準備金的數量，引導聯邦資金利率在目標附近。當貨幣市場利率高於 Fed 目標時，Fed 會購買短天期政府公債時，Fed 向銀行的準備金帳戶打入資金 (準備金增加)，但因為這些準備金不會孳息，因此銀行會在貨幣市場拋出這些資金，貨幣市場利率就會下滑。反之，當市場利率低於聯準會目標時，整個過程相反，銀行準備金下降，貨幣市場資金供給減少，市場利率向上靠近聯邦資金目標利率。而紐約聯邦準備銀行就是專門進行這項工作的機構，仔細監測銀行準備金需求的波動，並調整聯準會日常證券買賣 (公開市場操作)，以維持聯邦基金利率接近 FOMC 設定的目標水準。

2008 年的金融海嘯改變了這一切，當 Fed 將利率壓到零時發現仍然無法阻止經濟的惡性循環，就正式的啟動非傳統性貨幣政策 (QE)，其目的就是壓低長天期利率，希望藉此在短端利率已經為零下還能夠向市場額外提供更多的刺激。當 Fed 購買長天期債券時，它就主動的創造了銀行準備金。但在準備金稀缺制度下銀行其實不願意持有更多的準備金，這時很可能會造成貨幣市場利率向下偏離聯邦資金利率，為了避免利率政策失效，Fed 開始向銀行準備金支付利率，這就是所謂的超額準備金利率 (IOER，目前為 5.4%)，此外正如前述不僅僅是銀行資金過剩，非銀行金融機構也有資金過剩的問題，因此 Fed 還向其他貨幣市場基金和其他金融機構透過 ON RRP 回存到央行的部分支付隔夜逆回購利率 (目前為 5.3%)。如此一來，ON RRP 的利率就會形成短端利率的下限 (因為即便資金氾濫，銀行與非銀行金融機構也可以將過剩的流動性存放在央行)。這也就是為什麼聯準會在金融海嘯後要將聯邦資金目標利率從單一利率轉變為利率區間的原因，因為當儲備如此充裕時，QE 增減幾乎不會影響到貨幣市場利率，Fed 是透過支付給銀行準備金與 RRP 利率來控制貨幣市場利率 (而這兩個利率還高低不同)。

QT 不代表 Fed 貨幣政策要回到準備金稀缺年代

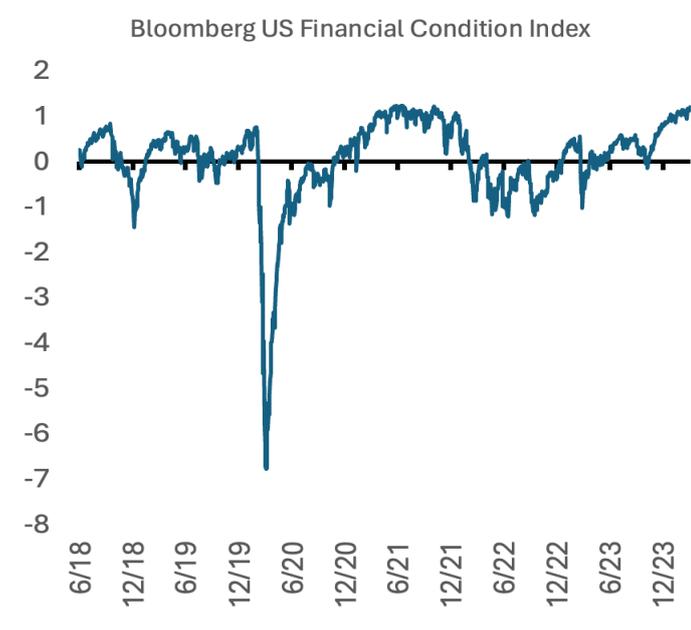
聯準會主席鮑爾在 3 月 20 日的 FOMC 會後記者會中表示，未來聯準會還是希望保持「適當的充足準備金水準 (appropriate level of ample reserves)」，而根據 2022 年發布的「[縮減聯準會資產負債表規模的原則 \(Principles for Reducing the Size of the Federal Reserve's Balance Sheet\)](#)」，聯準會的縮表會依循以下三點原則：

1. 聯邦基金利率目標範圍的變化視為調整貨幣政策立場的主要手段 (不再依靠公開市場操作)。
2. 以可預測的方式隨著時間的推移減少聯準會的證券持有量。
3. 打算在其充足的準備金制度中維持有效實施貨幣政策所需的證券持有量 (不會縮表到貨幣數量變動會影響短天期利率的地步)。

而聯準會主席鮑爾在 2022 年 1 月的 FOMC 會後記者會中強調，QT 就像是在「背景 (background)」執行，不會影響到金融市場。鮑爾所說的沒錯，從 2022 年 6 月起 Fed 正式開始 QT，但截至目前為止金融市場的流動性依然充裕，這點可以從 2022 年 6 月起至今，Bloomberg 金融狀況指數絕大多數都處在象徵金融市場寬鬆的零分界點之上 (圖 1-3)。

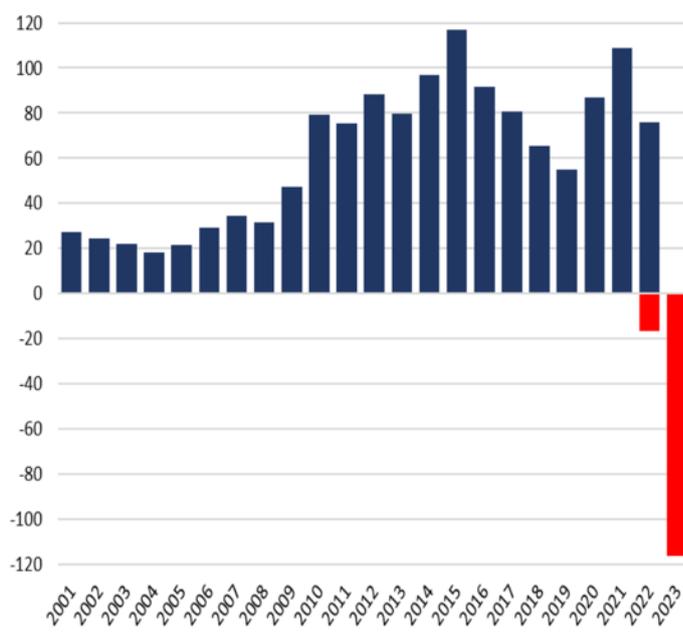
那問題來了？既然聯準會並沒有真的要把資產負債表縮到金融海嘯前的狀態，那為什麼還要冒著可能引起市場資金緊張的風險，把資產負債表從過度 (abundant) 收窄到充足 (ample) 的狀態？關鍵在於，過大的資產規模讓 Fed 產生不必要的利息支出，2023 年 Fed 營運淨損失高達 1143 億美元 (詳見 [1/16 元大戰情分析](#))，造成這麼龐大的虧損的關鍵在於過去兩年快速的升息，墊高聯準會支付銀行準備金以及 ON RRP 利息，但 Fed 所持有的各式證券大多在零利率時代所買進，以至於利息支出高達 2811 億美元，但收入只有 1638 億美元，造成入不敷出的現象 (圖 1-4)，是以為了降低 Fed 營運不必要的成本，適度的降低資產負債表規模是有必要的。

圖 1-3：Bloomberg 金融狀況指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-4：美國 Fed 上繳財政部



資料來源：Bloomberg、元大投顧

為什麼準備金要充足 (ample) ？而怎樣的水準才叫做充足？

鮑爾在 3 月 20 日的會後記者會解釋之所以要維持一個充足的準備金，主要原因在於金融系統中的流動性並非均勻的分佈，有時候即便整個體系的流動性看起來並不少，但一些部門卻早已面臨到流動性不足，這就會對整個金融系統造成壓力，2019 年就曾經在縮表時發生過這樣的情況。

資金「不患寡、患不均」也是聯準會考慮要減慢縮表速度的原因，因為當縮表過快、過猛時，一些流動性不是那麼充裕的部門有時其實並不是真的缺少流動性，只是對於縮表反應過於敏感，導致金融體系開始震盪，這樣的震盪可能會令 Fed 過早的停止縮表，即便事後 Fed 發現太早停止縮表，但因為很難與市場溝通過早停止縮表，這導致重新啟動縮表變得困難。

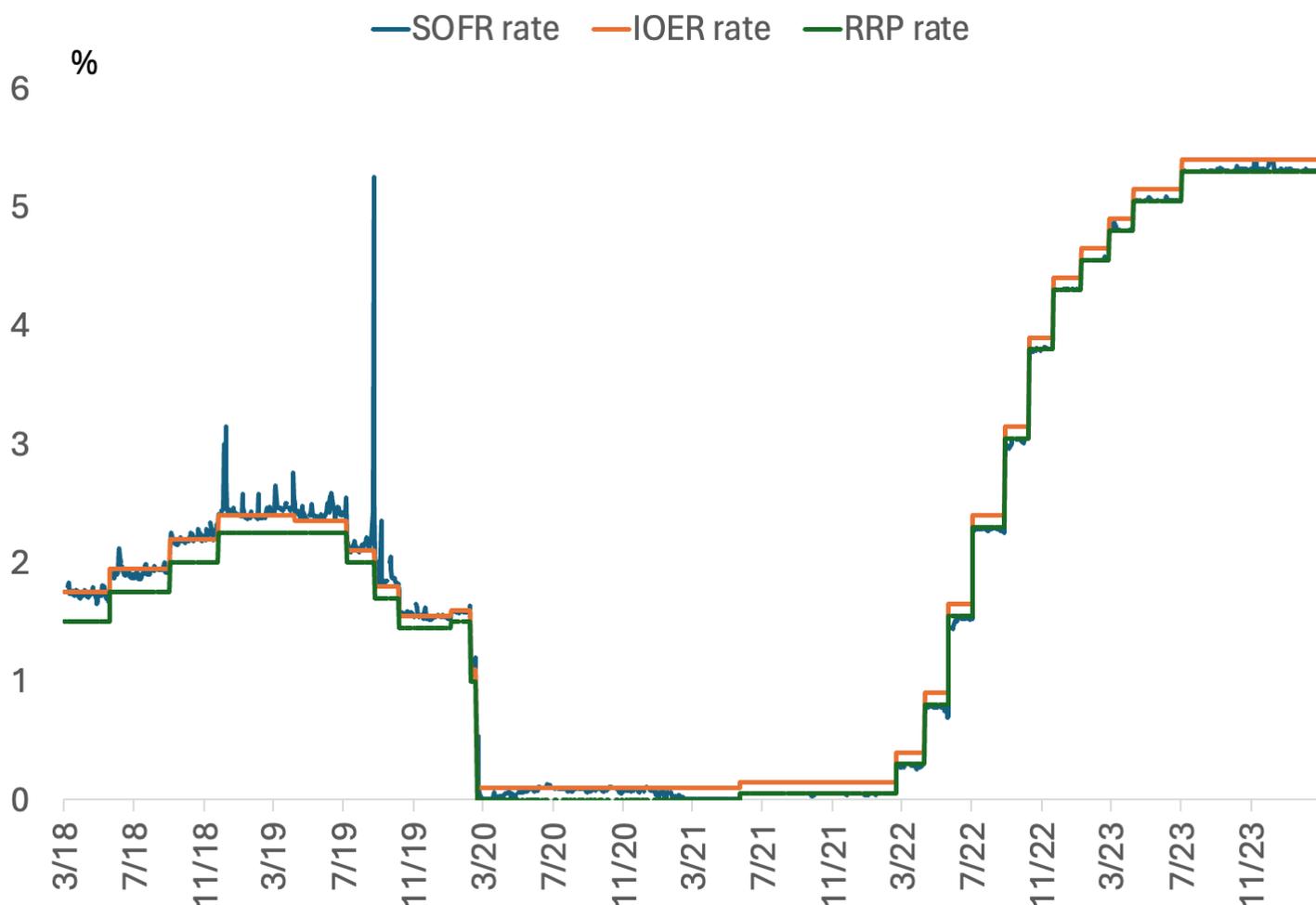
其實聯準會也沒有把握多少的準備金叫做充足 (ample) 但不過度 (abundant)，一個簡單的原則是貨幣市場利率會跟隨著準備金數量變化而「小幅度」波動。具體地說，無論怎麼縮表，或者準備金如何變化，貨幣市場利率 (一般會使用 SOFR 利率) 會緊貼著 ON RRP 利率，就是過度 (abundant) 的特徵，因為在這種狀態下，幾乎所有經濟部門都是流動性

過剩的狀態，也就是幾乎所有部門不是將過度的流動性存放在央行的準備金帳戶，就是 ON RRP 帳戶，因此貨幣市場利率得以緊貼在 ON RRP 利率上（因為 ON RRP 利率 < IOER）。

但怎樣叫做準備金稀缺，也就是說當準備金小幅變動，卻造成貨幣市場利率劇烈變動，甚至明顯超過 IOER 利率，因為理論上當 IOER 利率明顯偏高時，銀行可以將其存放在央行的準備金用來放款，但銀行卻沒這麼做，理由在於銀行在滿足各種監理要求後，已經沒有多餘的準備金。

而貨幣市場利率在 ON RRP 利率以及 IOER 利率上下小幅度波動，就是所謂的充足（ample）狀態。觀察圖 1-5，從 2021 年後至今，絕大多數的時候貨幣市場利率都緊貼在 RRP 利率上，而且即便有各種季節性的貨幣需求，利率也不太波動，這就意味著目前屬於準備金「過度（abundant）」的狀態。而 2018/3~2018/11，貨幣市場利率會隨著準備金多寡而僅有小幅波動，但貨幣市場利率卻沒有緊貼在 RRP 利率，凸顯出這段時間是準備金充足（ample）狀態。而 2019/1~2019/9 間，貨幣市場利率不僅常態性的高於 IOER 利率，還經常性的大幅向上跳升，凸顯出這段時間是準備金不足的状态。值得注意的是，2018 年 Q1~Q3，美國銀行準備金/GDP 比平均為 9.5%，而 2019Q1~Q3 平均為 7.05%（圖 1-6）。也就是說，銀行的準備金至少要遠高於 7%，另外考慮到流動性監管更加嚴格，導致銀行需要更大的現金緩衝，因此我們認為銀行準備金至少要大於 10% 才能滿足充足（ample）的標準。這樣的看法呼應聯準會內部的研究，2023 年 8 月，聖路易斯 Fed 經濟學家 Amalia Estenssoro 和 Kevin L. Kliesen [表示](#)，10~12% 占 GDP 比的準備金是合適的、聯準會理事 Christopher Waller 在 2024 年 1 月 [表示](#)，當縮表至準備金/GDP 比 10% ~11% 大概就可以結束縮表。

圖 1-5：SOFR 利率、IOER 利率、RRP 利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-6：美國銀行準備金/GDP

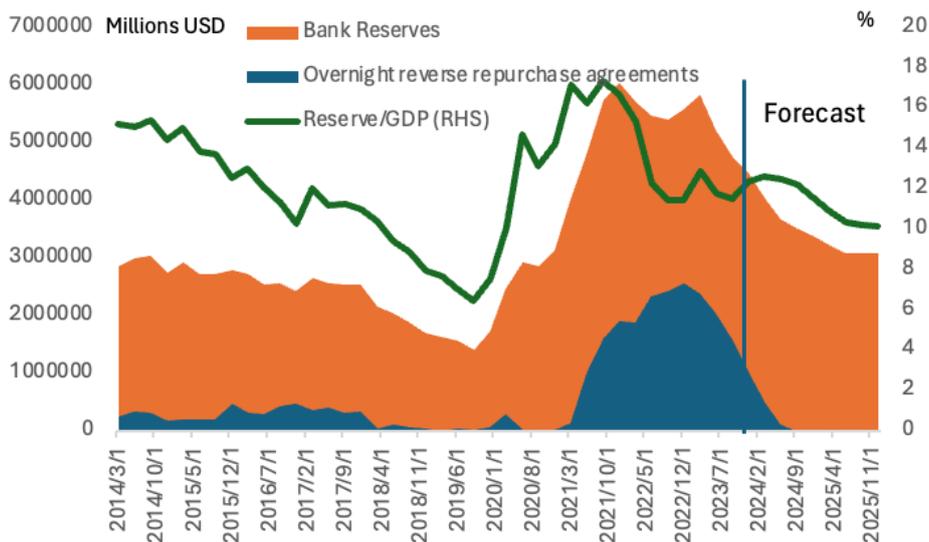


資料來源：Bloomberg、元大投顧

假若 5 月開始啟動減碼縮表，預料明年一、二季間將會停止縮表

由於目前 RRP 還沒有歸零（3/20 仍有 4780 億美元），因此現階段的縮表仍然只會以 RRP 為主，不會影響到準備金的多寡。假設聯準會從 5 月開始正式啟動縮表減碼，將每個月到期資產的上限從 950 億美元縮減一半到 475 億美元，預料 6 月底時 ON RRP 餘額就會只剩下 1075 億美元。之後趁著 RRP 即將耗盡的理由，6 月 Fed 又將縮表的速度縮小到每個月 300 億美元，之後就維持這個速度縮表。如此一來，考慮到 2024、2025 兩年美國名目 GDP 成長率分別為 4.3%及 4.2%，24Q 2、24Q3、24Q4、25Q1、25Q2，準備金餘額/GDP 將分別為 12.45%、12.17%、11.54%、10.92%、10.30%。也就是說在明年第一季時，準備金/GDP 就會落到 Waller 所說的 10~11%區間，假設屆時貨幣市場利率也恰好隨著準備金的增減而有小幅度變動，聯準會可以考慮在明年一、二季間正式停止縮表。假設明年第二季聯準會才停止縮表，隨著 GDP 的持續擴大，明年 Q3、Q4 準備金/GDP 比也會分別下滑到 10.20%、10.09%，達到聯準會資產負債表軟著陸的目標（圖 1-7）。

圖 1-7：美國銀行準備、ON RRP、準備/GDP 路徑預測



資料來源：Bloomberg、元大投顧

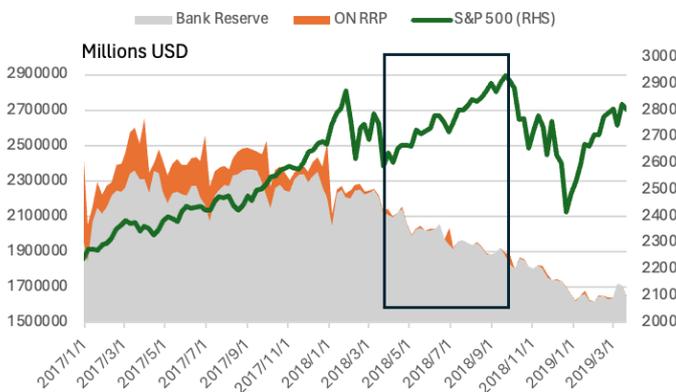
在背景中執行的 QT 退場過程不一定會對股市有負面影響，但卻可能拉高長天期債券殖利率

許多人會擔心，當 ON RRP 餘額在今年第二季耗盡後，第三季開始的 QT 就勢必會開始縮減銀行準備金，而從 2020 年 3 月開始至今，股市轉折又與銀行準備金高度相關，這是否意味著第三季開始股市會因為銀行準備金開始去化而下跌。其實不必然如此，2020 年至今，銀行準備金與美股轉折高度正相關的原因是因為這時 ON RRP>0，在經濟體系各個環節都已經資金滿溢的情況下，銀行準備金與 ON RRP 餘額的相對增減主要反映更多市場風險偏好，也就是資金需求面的相對變化，也就是說當市場風險偏好提高時，投資人就會減少對於貨幣市場基金的需求（減少 ON RRP 餘額），資金就轉進銀行準備，這時銀行準備金與股市就同步上升，反之當市場風險趨避意識提高時，資金轉進貨幣市場基金（導致 ON RRP 餘額提高），這時銀行準備金與股市就會同步減少。

但當 Fed 持續縮表到 RRP 接近零時，銀行準備金的增減就不再只是受到風險偏好增加減少的影響，還會受到資金供給的影響（存量資金有限），在給定存量資金（或者存量資金減少）的情況下，資金就只好分配在風險資產（股市）與避險資產（公債）上，此時如果市場風險偏好上升，即便因為縮表導致銀行準備減少（如同 2018/3~2018/10），股市就會吸引債市的資金而上漲，而債券價格就相應下跌，因此銀行準備金的減少不代表股市走空，但意味著股債同漲的情況就不太可能再度發生（圖 1-8、1-9）。

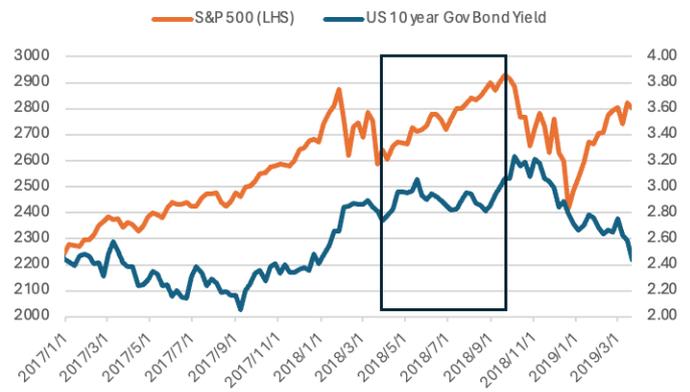
假設其他情況不變下，在上述的情境下，聯準會到 2025 年 Q2 還要額外縮表 9100 億美元，若套入我們去年 [10/16 所建構的債券評價模型](#)，這會令 10 年期公債殖利率增加 11 個基點，也因此雖然 QT 退場的過程不一定對股市有負面影響，但可能稍微拉高長天期公債殖利率。

圖 1-8：2017~2019 銀行準備、ON RRP、S&P 500



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-9：2017~2019 美國 10 年債殖利率、S&P 500



資料來源：Bloomberg、元大投顧

二、 一周經濟預覽：PCE 通膨將溫和走高，支撐 Fed High for Longer

上週 FOMC 會議所釋放的鴿派訊息令人意外，特別是主席鮑爾在這次會議中暗示目前 Fed 貨幣政策「不對稱」的反應函數，即通膨高於預期，Fed 只需要維持利率不變即可，但一旦勞動市場出現意外惡化，或者會議之間有意外不對稱事件，Fed 可以提前降息。不過我們認為本週四（3/28）公布的 PCE 報告，將再一次令投資人認為 Fed 不會這麼快降息。由於 2 月零售銷售反彈，再加上汽車銷量激增，我們預期 3 月個人消費支出將會在服務類消費支撐下成長加速（服飾與其他商品類消費可能因為疫情期間的大量購買而不會太強）。個人所得預料將因非農就業持續擴張而加速成長。而 2 月份通膨料加速，理由在於油價上漲將會令 2 月 PCE 通膨率較 1 月上行，不過 ISM 指數中的價格指數較 1 月下滑，因此預料核心 PCE 通膨月增率將放緩。因此，在經濟再一次展現韌性下，市場將會解讀為 Fed 不需要加速降息，只不過核心物價降溫趨勢仍在，因此投資人也不需要調整今年會降息的預測。因此這份報告對市場來說，不會是利空。

其他重要的美國經濟數據包含：

- 週一 (3/25) 2 月美國新屋銷售：我們認為在成屋餘屋庫存續處低檔，天氣逐漸回穩，加上建商信心指數回升下，2 月份美國新屋銷售將會較上月提高。
- 週二 (3/26) 2 月耐久財訂單：各分區 Fed 所發布的 2 月製造業資本計畫較上月小幅改善 (從低於長期平均 0.7 倍標準差上升到低於長期平均 0.4 倍標準差)，加上波音公司 2 月份飛機訂單大增，預料耐久財訂單以及扣除運輸設備後耐久財訂單都會較前月明顯改善。
- 週二 (3/26) 1 月 S&P Case-Shiller 房價指數：房屋買氣回溫，加上餘屋庫存偏低，將會令房價重新加速上漲。
- 週二 (3/26) 3 月經濟諮商會消費者信心指數與週四 (3/28) 密大消費者信心：股市創新高、勞動市場依然強勁，我們預料消費者信心將會較上月小幅改善。

非美國重要經濟數據包含：

- 週一 (3/25) 2 月台灣工業生產：考量 2 月標普全球台灣製造業中的生產數量減幅擴大，加上製造業生產量產值動向指數連續 4 個月緊縮且惡化，並低於歷年同月平均，並且今年 2 月工作天數少於去年同期，預期 2 月工業生產年率將再轉衰退。
- 週三 (3/25) 2 月台灣景氣指標：綜合已公布與未公布指標可能表現，預期 2 月景氣對策燈號可能在農曆春節季節性因素干擾下重新亮出象徵轉向的黃藍燈。
- 週三 (3/27) 3 月歐元區經濟信心指數：歐元區勞動市場依然穩定加上通膨回降，3 月份歐元區服務業 PMI 連續兩個月站上 50，凸顯歐元區內需已經逐漸回溫。此外，全球製造業庫存去化告一段落，因此預計經濟信心指數將較前月好轉，顯示歐元區經濟正在打底。
- 週三 (3/27) 1~2 月中國工業企業利潤：由於去年因為疫情比較基期較低，再加上政府刺激政策導致製造業產值回升，預料工業企業利潤將會明顯改善。
- 週四 (3/28) 2 月歐元區貨幣供給：隨著 ECB 將準備降息，貨幣政策不確定性解除，歐元區 M3 貨幣供給將從底部回升。只不過目前經濟仍然疲軟，所以預料成長速度將相當低迷。
- 週五 (3/29) 3 月東京都 CPI：去年比較基期較高，預料 3 月東京都 CPI 年增率將放緩，但考慮到服務類通膨僵固性已現，上漲幅度預料仍將在 2% 以上。
- 週五 (3/29) 3 月失業率：由於一家汽車製造商因為醜聞而影響汽車生產，製造業招聘可能減少，可能導致失業率小幅提高。但預料這只是一次性的事件，從春鬥調薪結果優於預期可知，目前日本勞動市場仍然供不應求，可預見的未來失業率將處在低檔。
- 週五 (3/29) 2 月日本工業生產，1 月因為大發汽車醜聞以及地震導致當時工業生產大減，但預料 2 月隨著一次性因素逐漸消除將明顯反彈。

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
2024/3/25 22:00	New Home Sales	675k	661k
2024/3/26 20:30	Durable Goods Orders	1.20%	-6.20%

2024/3/26 20:30	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	0.10%	0.00%
2024/3/26 21:00	S&P CoreLogic CS 20-City MoM SA	0.20%	0.21%
2024/3/26 21:00	S&P CoreLogic CS 20-City YoY NSA	6.60%	6.13%
2024/3/28 20:30	GDP Annualized QoQ	3.20%	3.20%
2024/3/28 20:30	Personal Consumption	3.00%	3.00%
2024/3/28 20:30	GDP Price Index	1.60%	1.60%
2024/3/28 20:30	Core PCE Price Index QoQ	2.10%	2.10%
2024/3/28 20:30	Initial Jobless Claims	213k	210k
2024/3/28 20:30	Continuing Claims	1816k	1807k
2024/3/28 22:00	Pending Home Sales MoM	1.30%	-4.90%
2024/3/28 22:00	Pending Home Sales NSA YoY	--	-6.80%
2024/3/28 22:00	U. of Mich. Sentiment	76.5	76.5
2024/3/28 22:00	U. of Mich. Current Conditions	--	79.4
2024/3/28 22:00	U. of Mich. Expectations	--	74.6
2024/3/28 22:00	U. of Mich. 1 Yr Inflation	--	3.00%
2024/3/28 22:00	U. of Mich. 5-10 Yr Inflation	--	2.90%
2024/3/29 20:30	Personal Income	0.40%	1.00%
2024/3/29 20:30	Personal Spending	0.50%	0.20%
2024/3/29 20:30	Real Personal Spending	0.10%	-0.10%
2024/3/29 20:30	PCE Deflator MoM	0.40%	0.30%
2024/3/29 20:30	PCE Deflator YoY	2.50%	2.40%
2024/3/29 20:30	PCE Core Deflator MoM	0.30%	0.40%
2024/3/29 20:30	PCE Core Deflator YoY	2.80%	2.80%

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
2024/3/25 13:00	Leading Index CI	--	109.9
2024/3/26 07:50	PPI Services YoY	2.00%	2.10%
2024/3/29 07:30	Tokyo CPI YoY	2.50%	2.60%
2024/3/29 07:30	Tokyo CPI Ex-Fresh Food YoY	2.40%	2.50%
2024/3/29 07:30	Jobless Rate	2.40%	2.40%
2024/3/29 07:30	Job-To-Applicant Ratio	1.27	1.27
2024/3/29 07:50	Retail Sales YoY	2.70%	2.30%
2024/3/29 07:50	Retail Sales MoM	0.60%	0.80%
2024/3/29 07:50	Industrial Production MoM	1.30%	-6.70%
2024/3/29 07:50	Industrial Production YoY	-2.50%	-1.50%
2024/3/29 13:00	Housing Starts YoY	-5.50%	-7.50%

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
2024/3/27 18:00	Consumer Confidence	--	-14.9
2024/3/27 18:00	Services Confidence	7.7	6
2024/3/27 18:00	Industrial Confidence	-9.5	-9.5
2024/3/27 18:00	Economic Confidence	96.2	95.4
2024/3/28 17:00	M3 Money Supply YoY	0.30%	0.10%

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
2024/3/27 09:30	Industrial Profits YoY	--	16.80%

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
2024/3/25 16:00	Industrial Production YoY	1.02%	15.98%
2024/3/27 16:00	Monitoring Indicator	--	27

資料來源：Bloomberg、元大投顧

三、一週經濟回顧：鮑爾在 FOMC 會議釋放鴿派訊息

美國

FOMC 連續第五次會期維持利率不變在 5.25%~5.5%。本次 FOMC 會議最大的特色不是 Fed 改變了什麼，而是在 Fed 看到 1&2 月高於預期的通膨率發布後幾乎沒有調整政策立場，會後聲明稿僅改了一段無關緊要的話、點陣圖仍然維持今年要降息三碼的預測（鮑爾表示利率現在已經處在頂峰），也開始討論放慢縮表速度的議題，這意味著目前 Fed 對於通膨的反應是「不對稱的」（當通膨高於預期時維持利率就好、當通膨降溫後就啟動降息），這強化我們認為 Fed 今年將啟動「預防性降息」的看法，因此我們仍然維持今年 6 月起 Fed 將啟動降息、全年降息三碼的預測（6 月、9 月、12 月），不過必須提醒的是，預防性降息並不是連續降息，今年 Fed 將會在啟動首次降息後，至少跳過一次會期，觀察一下經濟發展後再決定是否再一次降息。

除 FOMC 外，上週美國經濟數據全面好轉，呼應 Fed 上修經濟預測，顯示經濟不著陸或者軟著陸機率進一步提高：

- 房市數據好轉：3 月份美國 NAHB 建商信心指數由前值 48 上升至 51，優於市場預期的 48，創下去年 8 月以來新高；2 月份美國新屋開工折合年率由前月修正值 137.4 萬戶(初值為 133.1 萬戶)增加至 152.1 萬戶，顯著優於市場預期 144 萬戶，創下去 6 月以來最大增幅；2 月份成屋銷售折合年率由 4 百萬戶大幅回升至 438 萬戶，遠遠超出市場預期中位

數 395 萬戶，更是高於市場預期最高值 436 萬戶。這些數據顯示，儘管高利率下房市需求不會太強，但在結構性供不應求、利率不確定性已經逐漸減輕，美國房市正逐步回溫。

- 美國領先指標回升：2 月份領先指標止跌回升，指數由 102.7 小幅回升至 102.8，月變動率由前月月減 0.4% 回升至月增 0.1%，優於市場預期的月減 0.1%。領先、同時、落後指標三者同步於 2 月份實現上揚，顯示在勞動市場維持穩健下，美國經濟仍具韌性，並且由於通膨降溫格局不變，聯準會預防性降息在即，貸款環境漸有好轉，對於整體經濟成長動能有所助益，這使得聯準會對經濟軟著陸抑或是不著陸更具信心，並於 SEP 上調 2024 年經濟預測，由前次預測 1.4% 調升至 2.1%，展現出美國經濟成長的動能仍舊維持。
- 製造業與服務業 PMI 均處在 50 以上：3 月份製造業 PMI 初值為 52.5，較前月 52.2 微幅上揚，並同時高於市場預期 51.8，更是創下近 21 個月的新高；3 月份服務業 PMI 由前月 52.3 降至 51.7，略為低於市場預期 52，服務業的增速趨緩，連續經歷兩個月的下滑。S&P Global 製造業 PMI 連續 3 個月處於擴張區間，顯示受惠於庫存去化進程漸告尾聲，庫存回補需求提升，訂單及生產需求雙雙回溫，並帶動勞動需求同步增長，景氣逐漸脫離衰退趨勢，逐漸顯現止穩回升跡象。服務業景氣則與製造業呈現出不盡相同的景況，由於新冠疫情後的生活正常化紅利似乎緩步的消退，過去消費型態由商品持續轉往服務的需求轉變已逐漸回復正常，加上勞動市場續處穩健，薪資持續增長推升服務價格高漲，抑制部分需求，導致服務業新業務成長放緩。儘管服務業景氣擴張步伐放緩，但仍處於擴張趨勢，顯示經濟具有韌性。

表 2-6：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
03/18/24	NAHB Housing Market Index	48	51	48	--
03/19/24	Building Permits	1440k	1521k	1331k	1374k
03/19/24	Housing Starts	1496k	1518k	1470k	1489k
03/21/24	FOMC Rate Decision (Upper Bound)	5.50%	5.50%	5.50%	--
03/21/24	FOMC Rate Decision (Lower Bound)	5.25%	5.25%	5.25%	--
03/21/24	Initial Jobless Claims	213k	210k	209k	212k
03/21/24	Continuing Claims	1820k	1807k	1811k	1803k
03/21/24	S&P Global US Manufacturing PMI	51.8	52.5	52.2	--
03/21/24	S&P Global US Services PMI	52	51.7	52.3	--
03/21/24	S&P Global US Composite PMI	52.2	52.2	52.5	--
03/21/24	Leading Index	-0.10%	0.10%	-0.40%	--
03/21/24	Existing Home Sales	3.95m	4.38m	4.00m	--

資料來源：Bloomberg、元大投顧

日本

出乎市場意料之外的，日銀不僅結束負利率政策，還取消殖利率曲線控制操作，並結束對 ETF 及 J-REITs 的購買。但市場鴿派解讀的關鍵在於：日本央行相較 1 月會議決議，小幅下修對經濟的判斷，並且強調將關注外匯市場變動對日本經濟衝擊；此外，央行會後聲明及總裁會後談話均提及將暫時將維持寬鬆金融環境一段時間。加上日銀保留加碼購債的選項，暗示日銀仍然在乎債券與外匯市場波動可能放大。考量仍需要時間評估中小企業加薪情況，及此次春鬥加薪對價格的影響，研判日本央行後續貨幣政策調整將是緩慢、漸進式，並富有彈性，預計 4 月份利率決議央行有高機率保持按兵不動，以觀察整體經濟活動情勢。

除此之外，上週日本數據還顯示出口逐步回溫，經濟擺脫通縮：

- 2 月份出口年增率為 7.8%，高於預估值的 5.3%，為連續三個月維持於正成長。展望後市，全球廠商庫存去化取得一定進展，搭配人工智慧(AI)快速發展，帶動相關設備投資，均為日本出口有利因素。再加上即便結束負利率政策後，日圓仍然維持相對弱勢，將可確保日本出口的價格競爭力，有利出口恢復成長。
- 2 月份 CPI 年增率，自前值的 2.2%反彈至 2.8%。展望後市，今年春鬥薪資談判初步取得創下 33 年以來最大增幅，研判隨著加薪的正式上路，將使服務價格維持於偏高的增長水平，加上，政府已宣布 5 月份對電力及天然氣補貼金額將較現行減少，意味著短期內通膨或將持續高於 2%水平。

表 2-7：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
03/18/24	Core Machine Orders MoM	-0.70%	-1.70%	2.70%	1.90%
03/18/24	Core Machine Orders YoY	-10.50%	-10.90%	-0.70%	--
03/19/24	Industrial Production MoM	--	-6.70%	-7.50%	--
03/19/24	Industrial Production YoY	--	-1.50%	-1.50%	--
03/19/24	Capacity Utilization MoM	--	-7.90%	-0.10%	0.20%
03/19/24	BOJ Policy Balance Rate	--	0.10%	--	--
03/19/24	BOJ 10-Yr Yield Target	--	0.00%	--	--
03/21/24	Imports YoY	5.10%	7.80%	11.90%	--
03/21/24	Exports YoY	0.50%	0.50%	-9.60%	-9.80%
03/21/24	Jibun Bank Japan PMI Composite	--	52.3	50.6	--
03/21/24	Jibun Bank Japan PMI Mfg	--	48.2	47.2	--
03/21/24	Jibun Bank Japan PMI Services	--	54.9	52.9	--
03/22/24	Natl CPI YoY	2.90%	2.80%	2.20%	--
03/22/24	Natl CPI Ex Fresh Food YoY	2.80%	2.80%	2.00%	--
03/22/24	Natl CPI Ex Fresh Food, Energy YoY	3.30%	3.20%	3.50%	--
03/22/24	Foreign Buying Japan Stocks	--	-¥1461.6	¥376.6b	¥374.3b

資料來源：Bloomberg、元大投顧

台灣

台灣央行 3 月理監事會議為抑制通膨預期心理，促進物價穩定，央行終止利率連 3 凍，出乎市場預料升息半碼。雖然 FOMC 維持利率不變，且今年仍可降息 3 碼，但台灣與美國的狀況有所不同，無法一概而論。以目前台灣的總體經濟金融情勢而言，不僅無法期待今年央行將會降息，甚至反倒存在著升息的可能性。不過，即使有必要進行調整，方式也將是溫和漸進。推測在主要央行貨幣政策可能調整、4/1 電價調漲助長物價漲勢等不確定因素環繞下，央行 6 月會期仍將按兵不動，維持利率不變。至於下次調整貨幣政策的時間點，預計最快將在 9 月會期，因為 3 月方才升息，而 9 月會期主要央行貨幣政策調整的不確定因素已大致消滅，並且已經充分觀察到台灣物價因為 4/1 電價調漲而走揚的情形，甚至不排除還可能得知 9 月電價費率審議會是否決議於 10/1 再調漲電價，而匯市也可能趨於穩定，因此央行有可能視情況需要，進行貨幣政策的調整。

上週公佈的外銷訂單回落主要是因為農曆新年因素，從動向指標可知，3 月可望明顯好轉。此外，台灣貨幣供給仍快，失業率仍低，可以預期內需仍將是支撐今年經濟的主要力量。

- 2 月外銷訂單年率回落至-10.4%，表現不如市場預期。1~2 月外銷訂單年減 3.9%，在新興科技應用需求持續擴增、客戶回補庫存下，較去年同期的-18.8%明顯好轉，且優於經濟部統計處原先預期的年減 1 成。展望未來，儘管標普全球

2月台灣製造業 PMI 中的出口訂單頗深，且2月中華經濟研究院製造 PMI 中的新增出口訂單緊縮加快，反映整體外需能見度相對以往依然偏弱，加上今年3月工作天數僅21天，少於去年3月的24天，不利外銷訂單年率有所表現，但考量新興科技應用加速擴展、台灣半導體產業依然深具競爭優勢，有助降低科技類貨品接單的淡季效應，加上去年同期中國解封的高基期因素淡化，外銷訂單金額動向指數也回升至代表擴張的59.1，因此預期3月外銷訂單年率有望明顯反彈，且恢復成長可能性不低。

- 1月狹義貨幣供給 M1B 年增率從上月的3.56%續升至4.47%，廣義貨幣供給 M2 年增率從上月的5.44%續揚至5.59%，證券劃撥存款餘額較前1個月大增1317億至3兆4563億元，創下歷史新高；台股融資餘額連續6個月增加至3513億元，創下2021年12月後新高。目前台灣 M2 年增率恰好落在央行目標區2.5%~6.5%之間，央行貨幣政策適度，除非通膨居高不下，否則央行沒有升息的急迫性。貨幣機構放款與投資加速成長且高於 M2，反映國內景氣在內需溫熱、外需逐漸回溫下，整體仍表現穩定。證券劃撥餘額續歷史新高且融資餘額大增至近年高檔，反映散戶投資股市意願趨於積極，有益台股交投熱絡。
- 2月經過季節調整後的單周失業率從前3個月的3.39%上升0.01個百分點至3.40%，符合市場預測中位數3.4%(市場預測範圍3.2%~3.42%)，且為2000年12月後次低。

表 2-8：台灣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
03/20/24	Export Orders YoY	1.20%	-10.40%	1.90%	--
03/21/24	CBC Benchmark Interest Rate	1.88%	2.00%	1.88%	--
03/22/24	Unemployment Rate	3.40%	3.40%	3.39%	--
03/23/24	Money Supply M2 Daily Avg YoY	--	5.59%	5.44%	--
03/23/24	Money Supply M1B Daily Avg YoY	--	4.47%	3.56%	--

資料來源：Bloomberg、元大投顧

中國

上周經濟數據顯示，政府的刺激政策的確令工業生產與零售銷售回溫，也因此人行再次維持 LPR 利率不變，不過最新數據顯示中國房地產下行惡化未止，經濟只是因為刺激政策而暫時性回穩，下行風險未止：

- 1~2月中國規模以上工業增加值實質年增7%，明顯高於去年同期的2.4%，且優於市場預期的5.2%，創下2021年6月後最高紀錄。今年前兩個月中國工業生產好轉，表現好於2014~2023年平均5.9%，顯示隨著激勵政策持續落地顯效，景氣築底回溫。不過生產端雖然持續升溫，但銷售端、出口端似乎尚未跟上進度，銷售不進反退，出口大致持平。若是未來產銷未能搭配上的現象未能消滅，則過多生產將在日後帶來庫存的堆積，一旦庫存壓力累積到一定程度，啟動企業的去化庫存操作，不排除可能讓當前工業生產的改善態勢出現反轉。
- 1~2月中國社會消費品零售總額年增5.5%至8兆1307億人民幣，較去年同期的3.5%加速，但增速稍低於市場預期的5.6%，且為去年8月後最低。儘管農曆春節長假理應有利於消費，但今年以來中國零售年率持續放緩，低於2014~2023年平均7.6%，顯示民間消費成長雖然在失業情勢有所改善（尤其大城市）下略高於去年初，但難以對抗低基期正面效應的消退，以至於年率續降，也低於長期平均水準，整體零售仍偏疲軟。
- 1~2月中國全國固定資產投資（不含農戶）年增4.2%至5兆847億人民幣，增速不如去年同期的5.5%，但高於去年全年增速3%，以及市場預期的3.2%。扣除房地產開發投資後，1~2月中國全國固定資產投資年增8.9%，民間投資

年增 7.6%。房地產開發投資年減 9%至 1 兆 1842 億人民幣，較去年全年的-9.6%稍微回升，但遠不及去年同期的-5.7%，也遜於市場預期的-8%。其中，住宅投資年減 9.7%至 8823 億人民幣，房地產開發企業房屋施工面積、住宅施工面積均減逾 11%，房屋新開工面積、住宅新開工面積（-30.6%）、房屋竣工面積、住宅竣工面積皆減逾 2 成。年初以來中國固定投資有所改善，主因政府政策作多，但房市景氣依然相當低迷。展望未來，考量 1~2 月新建商品房、住宅銷售面積重挫均逾 2 成，新建商品房銷售額、住宅銷售額劇減 3 成上下，2 月末商品房、住宅待售面積各年增 15.9%、23.8%，而房地產開發企業到位資金銳減 24.1%，遠低於去年全年與去年同期數值，2 月房地產開發景氣指數也續降至 92.13，處於較低景氣水準，預期若中國當局未能進一步推出更多刺激政策，在銷售萎靡、餘屋大增難以提振房地產開發投資意願，並且建商欠缺資金可供應用下，中國當前的房市寒冬仍將持續一段時日，制約固定資產投資、民間固定資產投資表現。

表 2-9：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
03/18/24	Retail Sales YTD YoY	5.60%	5.50%	--	--
03/18/24	Property Investment YTD YoY	-8.00%	-9.00%	--	--
03/18/24	Fixed Assets Ex Rural YTD YoY	3.20%	4.20%	--	--
03/18/24	Surveyed Jobless Rate	5.10%	5.30%	--	--
03/18/24	Industrial Production YTD YoY	5.20%	7.00%	--	--
03/18/24	Residential Property Sales YTD YoY	--	-32.70%	--	--
03/20/24	5-Year Loan Prime Rate	3.95%	3.95%	3.95%	--
03/20/24	1-Year Loan Prime Rate	3.45%	3.45%	3.45%	--

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	2.7	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(%)	-2.9	-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	-0.2	-0.3	1.2	-0.1	-0.8	-0.2	-0.1	0.1	-0.4	0.1	0.4	0.2
CPI	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9	5.0
Core CPI	3.8	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	52.6	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)	1521.0	1374.0	1460.0	1525.0	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)	4.4	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)	1518.0	1489.0	1495.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0	1417.0	1437.0
失業率(%)	3.9	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)	275.0	229.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0	146.0
平均時薪	4.3	4.4	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

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
實際 GDP	0.1	-0.8	1.0	1.0	0.4	-0.2	1.2	-0.7	1.2	-0.5	0.4	0.2
消費支出	-0.3	-0.3	-0.7	0.8	0.2	0.0	2.0	-1.2	3.1	-1.2	0.3	-1.4
短觀-大型製造業信心指數(Index)	12.0	9.0	5.0	1.0	7.0	8.0	9.0	14.0	18.0	18.0	14.0	5.0
短觀-大型製造業景氣預估(Index)	8.0	10.0	9.0	3.0	6.0	9.0	10.0	9.0	13.0	14.0	13.0	4.0
企業資本投資(YoY%)	16.4	3.4	4.5	11.0	7.7	9.8	4.6	3.0	4.3	1.2	5.3	-7.8
企業稅前淨利(YoY%)	13.0	20.1	11.6	4.3	-2.8	18.3	17.6	13.7	24.7	35.1	93.9	26.0
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
出口	0.0	11.9	9.7	-0.2	1.6	4.3	-0.8	-0.3	1.5	0.6	2.7	4.3
貿易收支	-379.4	-1760.3	58.9	-788.3	-668.2	60.6	-940.1	-61.3	36.5	-1382.3	-429.8	-750.9
工業生產(MoM%)		-6.7	1.2	-0.6	1.2	0.1	-0.4	-1.4	0.9	-1.0	0.3	0.4
核心機械訂單(MoM%)		-1.7	1.9	-3.7	-0.1	1.2	-0.2	-1.3	2.1	-5.2	3.2	-2.7
製造業 PMI(Index)	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6	49.5
經常帳		438.2	744.3	1925.6	2582.8	2798.0	2218.4	2756.0	1443.7	1894.1	1854.5	2236.5
日本央行政策利率	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
CPI(扣除新鮮食品)	2.8	2.0	2.3	2.5	2.9	2.8	3.1	3.1	3.3	3.2	3.4	3.1
勞工名目薪資		2.0	0.8	0.7	1.5	0.6	0.8	1.1	2.3	2.9	0.8	1.3
失業率(經季調)		2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	2.6	2.7

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	0.1	0.6	1.3	1.9	2.4	4.1	5.4	5.2	4.6	14.8	-0.2
家庭消費	0.6	-0.3	0.6	1.3	1.2	2.3	5.4	8.3	6.5	3.5	13.2	-4.4
政府消費	1.2	1.2	0.5	0.0	0.7	0.6	1.6	3.4	2.8	2.7	8.3	3.2
固定投資	1.4	0.4	1.7	2.0	0.9	4.4	1.9	3.2	1.7	2.4	18.2	-5.0
經常帳占 GDP	1.9	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	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr	Mar
CPI	2.6	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.3	5.3	5.5	6.1	7.0	6.9
核心 CPI	3.1	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6	5.7
綜合 PMI	49.9	49.2	47.9	47.6	47.6	46.5	47.2	46.7	48.6	49.9	52.8	54.1
製造業 PMI	45.7	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8	45.8
服務業 PMI	51.1	50.2	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1	56.2
經濟信心指數	95.4	96.1	96.4	94.2	93.9	93.9	94.0	94.8	95.7	96.7	99.0	98.9
消費者信心指數	-14.9	-15.5	-16.1	-15.1	-17.0	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4	-17.5
失業率		6.4	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
央行利率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.0	3.9	3.7	3.5	3.3
EURUSD	1.08	1.09	1.09	1.08	1.06	1.07	1.09	1.11	1.08	1.09	1.10	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,%)	4.9	2.2	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(%)	13.9	12.7	11.9	12.1	13.4	14.3	14.9	15.6	15.3	15.1	15.7	15.0
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
CPI(YoY,%)	3.1	1.8	2.7	2.9	3.0	2.9	2.5	1.9	1.8	2.0	2.4	2.4
零售銷售(YoY,%)		0.3	1.1	7.2	5.1	6.9	4.3	5.3	13.9	17.1	7.5	7.6
工業生產(YoY,%)		16.0	-3.8	-1.8	-2.2	-6.7	-10.7	-15.4	-17.2	-16.0	-22.6	-15.6
製造業 PMI	48.1	48.0	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1	48.3	41.3	42.8	47.3
服務業 PMI	52.3	53.5	56.0	56.2	53.2	53.5	54.3	55.7	54.6	52.0	55.8	53.2
外銷訂單(YoY,%)	-10.4	1.9	-16.0	1.0	-4.6	-15.6	-15.7	-12.0	-24.9	-17.6	-18.1	-25.7
出口(YoY,%)	1.3	18.1	11.7	3.7	-4.6	3.4	-7.3	-10.4	-23.4	-14.1	-13.3	-19.1
進口(YoY,%)	-17.8	19.0	-6.8	-15.0	-12.4	-12.2	-23.0	-21.1	-30.2	-22.0	-20.6	-20.2
失業率(YoY,%)		0.0	3.4	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	3.6
央行利率(%)		0.0	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.9	0.0	0.0	1.9
貨幣供給 M2(YoY,%)	5.9	5.2	5.6	5.2	5.5	5.9	6.3	7.2	6.9	6.2	6.8	6.6
USDTWD	31.4	31.2	31.3	31.9	32.3	32.0	31.8	31.2	30.8	30.7	30.6	30.6

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	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
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
02/23	雙率週報 - 會議記錄稱升息循環結束，但暫無意降息，美元持穩
02/26	市場風險監測 - 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
02/26	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%
02/26	日股週報 - 通膨延續降溫格局，有利引導日股維持上行趨勢
03/01	雙率週報 - 美國消費動能無虞，支撐美元強勢
03/04	市場風險監測 - AI 題材帶動美股創新高下，美股攻勢延續；惟美股市場結構依然不佳，投資人仍應保持警覺
03/04	總體經濟週報 - 中美脫鉤下真正的受益者：洗產地還是友岸外包？
03/04	日股週報 - 日銀總裁料重申金融寬鬆格局延續，有利日股延續上行格局
03/08	雙率週報 - 鮑爾釋放鴿派訊息，提振投資人風險偏好
03/11	市場風險監測 - 美股雖創新高，但領漲的權值科技股賣壓湧現衝擊盤面；美股籌碼壓力增大、行情隱憂浮現、攻勢疲態盡顯，投資人應提高警覺
03/11	總體經濟週報 - AI 將如何改變全球經濟與市場風貌
03/11	日股週報 - 聚焦春鬥初步結果、獲利了結需求，短線或小幅回檔
03/15	雙率週報 - 美通膨漲幅高於預期、收斂後續降息幅度
03/18	市場風險監測 - 通膨數據偏高及三巫日令美股再次創高後隨即拉回；本週 FOMC 且 VIX 期貨結算，市場屏息以待，投資人仍應保持警覺
03/18	總體經濟週報 - 失衡但仍具有韌性的美國家庭與非金融企業資產負債表
03/18	日股週報 - 貨幣政策明朗化，投資人風險偏好回穩
03/20	原物料市場週報 - 供不應求使油價有撐；通膨降溫不易提供金價上行燃料
03/22	雙率週報 - 鮑爾稱今年稍晚降息、殖利率回跌

觀點

日期	報告標題
02/20	電價調漲對台灣物價、經濟成長、產業的影響評估
03/08	產業景氣循環數列顯示，台灣製造業與多數次產業景氣雖仍處衰退階段，但逐漸脫離谷底

03/12	日本電動車市場 - 純電動車初步處於落後階段，能否把握轉機點將是關鍵
03/14	美國商用不動產風險評析 - 商用不動產問題引發個別機構風險，然蔓延成系統性風險機率較低

戰情分析

日期	報告標題
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
02/26	除了價值投資外，巴菲特的投資還重視「順勢而為」
02/27	日股創新高只是多頭的開始，不是結束的序曲
02/29	國人資產配置轉變，以及貨幣供給成長加速，台股長線看好
03/01	延後降息不一定是市場壞消息
03/04	美股資金集中少數個股並非特例，而是世界皆然
03/05	無懼美元高息，新台幣存款水位延續高成長格局
03/06	FED 理事沃勒談調整量化政策，朝政策正常化方向前進
03/07	Powell 聽證會聲明稿排除再次升息穩住美股，但權值科技股修正賣壓仍需消化
03/08	歷史上的泡沫破裂，是經濟疲軟加上資金緊縮雙重擠壓導致
03/11	美國信用債市場在高利率下仍然運作良好
03/12	接軌美國科技榮景，台灣出口表現亮眼
03/13	預期川普回鍋效應？黃金價格區間墊高
03/14	日圓小幅升值對股市衝擊有限，日銀調整政策不致扭轉日股上行格局
03/15	權值科技股的高度擁擠交易，與股市走入瘋狂尚有區別
03/18	K 線出現吞噬線型，但扭轉 Nvidia 的 AI 趨勢言之過早
03/19	通膨是否出現結構性上升，牽動央行利率政策走向
03/20	台灣錢淹腳目的榮景再現
03/21	FOMC 會後政策不確定性降低，有利風險資產
03/22	投資人看好經濟改善加碼歐洲及新興市場，但未押寶景氣擴張；資金轉出權值科技股，美股動能放緩

02/21	02/22	02/23	02/26	02/27
02/29	03/01	03/04	03/05	03/06
03/07	03/08	03/11	03/12	03/13
03/14	03/15	03/18	03/19	03/20
03/21	03/22			

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 - 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
03/01	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
03/04	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
03/11	勞動市場緩慢趨於平衡當中，Fed 年中左右啟動預防性降息機率提高
03/13	美國 2 月 CPI： 通膨居高不下，Fed 將 High for longer
03/15	美國 2 月零售銷售： 所得成長趨緩降低支撐力度，消費動能減弱漸顯
03/22	美國 S&P Global PMI - 製造業景氣持續好轉，推動整體景氣升溫

日本

日期	報告標題
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
02/27	日本 1 月份 CPI： 服務通膨徘徊偏高水平，日銀或於晚些微調貨幣政策
03/01	日本 1 月份工業生產 - 工業生產暫時受汽車生產中斷疲弱，後續料逐步改善
03/07	日本 1 月份勞工薪資 - 留意春鬥薪資談判結果，以確認是否達成薪資及通膨正向循環
03/20	日本 3 月份央行利率決議 - 薪資及通膨逐步達成正向循環，邁入貨幣正常化第一步
03/22	日本 2 月份進出口 - 出口擺脫去年低迷水平，給予景氣支撐
03/22	日本 2 月份 CPI： 春鬥加薪可望支撐服務價格增速續偏高，有望穩定達成通膨目標

歐元區

日期	報告標題
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
03/22	歐元區 S&P Global PMI - 製造業景氣仍顯疲軟，服務業持續回溫支撐經濟

台灣

日期	報告標題
02/01	台灣 2023 年第 4 季 GDP： 資本形成績減，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
02/29	台灣 1 月外銷訂單： 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
03/01	台灣 2 月主計總處預測： 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%
03/01	台灣 1 月工業生產、零售餐飲： 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
03/05	台灣 1 月景氣指標： 景氣對策燈號睽違 16 個月亮出象徵景氣穩定的綠燈，領先指標不含趨勢指數加速上揚
03/06	台灣 2 月 PMI、NMI： 製造業不景氣舒緩，非製造業熱度降溫
03/07	台灣 2 月 CPI： 農曆春節錯月低基期因素，CPI 上漲率重新高於 3%
03/11	台灣 2 月出口： 人工智慧商機與工作天數較少相抵，出口成長降至個位數
03/21	台灣 2 月外銷訂單： 受農曆春節落點不同干擾，外銷訂單年率大幅回落
03/22	台灣央行 3 月理監事會議： 為抑制通膨預期心理，促進物價穩定，央行終止利率連 3 凍，出乎市場預料升息半碼

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