

總體經濟週報

投資人不怕「需求過熱通膨」，而是「停滯性通膨」或「經濟衰退」，目前尚屬於需求過熱通膨階段

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

賴怡欣

YiSin.Lai@yuanta.com

評論

- **投資人不怕「需求過熱通膨」：**我們利用 OECD 美國領先指標以及美國核心 PCE 年增率來區分何謂需求過熱通膨以及停滯性通膨，得到以下幾個結論：美股在需求過熱通膨下會有超額報酬；債券在需求過熱通膨時表現低於長期平均；在需求過熱引發通膨下，股票表現遠比債券好；美股在停滯性通膨下報酬率顯著低於長期平均；在停滯性通膨下，長天期債券仍然具有保值力。
- **今年 1~3 月超乎預期的通膨數據是「需求過熱通膨」證據有二：**美國需求成長仍然超過潛在成長率；舊金山 Fed 模型顯示，目前通膨升溫主要是需求過熱。考量到目前經濟並非停滯性通膨，而歷史上股票市場在需求過熱通膨下通常有超過長期平均的報酬，股票市場投資人保持平常心即可。
- **4 月 ISM 價格指數飆升可以被油價解釋，更廣泛的指標顯示，物價並未有異常加速的情況：**4 月 ISM 指數意外下滑且價格指數上升，令投資人開始擔心美國經濟是否轉向「停滯性通膨」。然而我們認為，ISM 服務業價格指數的變化並不僅僅反映我們認知的服務業通膨(如餐飲、旅遊...)，交通類服務也包含在裡面，而 ISM 製造業價格指數也不僅僅只反映傳統製造品(如手機、電腦、家具)，因此兩指數很容易受到油價變動的影響，考量 4 月油價一度大漲，因此，4 月 ISM 指數大減、價格指數大增，還不需要擔心有停滯性通膨的風險，除非 5 月份 ISM 價格指數仍然居高不下，投資人才需要開始緊張。
- **美國經濟只是從過熱回到均衡，還沒有衰退的威脅：**從幾點跡象可知，4 月起美國經濟數據的全面惡化只是經濟從過熱回到均衡的現象，並沒有衰退的風險。1) ISM 與 PMI 廠商對於經濟前景的看法仍然樂觀；2) 4/17 發布的褐皮書指出，受訪廠商對於經濟前景的看法是「審慎樂觀(cautiously optimistic)」；3) 達拉斯 Fed 所公布衡量每週經濟活動的週經濟指數(Weekly Economic Index)並沒有反轉向下；4) 四、美國勞動市場仍然相當健康。
- **美國經濟不再一直獨秀對全球而言並非壞消息：**如果放到全球的視角來看，美國經濟的放慢對全球經濟而言並不算壞消息，主要的原因在於由於目前美國的高通膨主要是因為需求過熱所造成，也因為如此，為了壓抑過熱的需求，Fed 必須將高利率維持更長一段時間令美國需求降溫，這會造成美元過於強勢，其他國家的弱勢貨幣會墊高進口成本，進而讓美國的高通膨外溢到其他國家。此外，美國的高利率還會產生磁吸效應，導致資金向美國集中，進而提高一些國際收支帳不健康、外債較高國家的經濟風險。因此，隨著美國經濟的降溫，上述的風險自然減輕。近期美國以外國家所公布的經濟數據顯示，美國以外的國家經濟逐漸走出谷底。
- **未來一周全球重要的經濟事件較少，比較重要的只有週一(5/6)美國公布的資深授信調查(Senior Loan Officer Opinion Survey)、週二(5/7)台灣物價、週三(5/8)台灣進出口、週四(5/9)日本勞工現金收入、週四(5/9)中國進出口、週五(5/10)的密大消費者信心指數、週五(5/6)ECB 的會議紀錄。因此經濟數據的變化對市場的影響較小，投資人可能需要更關注 Fed 官員在 FOMC 會後的公開談話。**

一、經濟觀點：投資人不怕「需求過熱通膨」，而是「停滯性通膨」或「經濟衰退」，目前尚屬於需求過熱通膨階段

投資人不怕「需求過熱通膨」，而是「停滯性通膨」或「經濟衰退」

通膨可怕嗎？對債券市場投資人來說，當然可怕，因為為了令通膨回到目標，央行甚至不惜以經濟衰退為代價，達到對抗控制通膨的目的。但對股票投資人來，通膨並不可怕，因為從本質來說，股票是抗通膨的工具，根據傳統股票的評價模型，合理的股票價格等於一家公司未來現金流量的折現。的確，在通膨的環境下，基礎「名目」利率會相應提高，但因為企業產品售價在通膨環境下也會相應調升，因此未來現金流量也會相應提高，甚至公司帳上還有些低價庫存，可以受惠於評價利益的調升。

我們利用 OECD 美國領先指標以及美國核心 PCE 年增率來區分何謂需求過熱通膨以及停滯性通膨 (需求過熱通膨: OECD 領先指標較前月增加&美國核心 PCE 年增率>過去五年平均；停滯性通膨: OECD 領先指標小於前月&美國核心 PCE 年增率>過去五年平均)，我們可以得到以下幾個結論(表 1-1):

- 一、**美股在需求過熱通膨下會有超額報酬**: 在需求過熱引發的通膨下，1 個月後、6 個月後、12 個月後 S&P 500 年化報酬率分別為 17.39%、11.95%、8.87%，均高於長期平均年化報酬率 6.92%。
- 二、**債券在需求過熱通膨時表現低於長期平均**: 在需求過熱引發的通膨下，1 個月後、6 個月後、12 個月後美國十年債年化報酬率分別為 1.37%、2.48%、3.38%，均低於長期平均年化報酬率 5.79%。
- 三、**在需求過熱引發通膨下，股票表現遠比債券好。**
- 四、**美股在停滯性通膨下報酬率顯著低於長期平均**: 在停滯性通膨情境下，1 個月後、6 個月後、12 個月後 S&P 500 年化報酬率分別為-6.55%、3.76%、0.04%，均遠低於長期平均年化報酬率 6.92%。
- 五、**在停滯性通膨下，長天期債券仍然具有保值力**: 在停滯性通膨情境下，1 個月後、6 個月後、12 個月後美國十年債年化報酬率分別為 6.77%、5.93%、5.88%，與長期平均年化報酬率 5.79%相當，凸顯在高通膨下只要經濟有下行風險，長天期債券仍然具有保值力。

表 1-1：1965~2024/3 各情境下 S&P 500 與美國 10 年債總報酬率

		一個月後	六個月後	一年	長期平均
S&P 500	需求過熱通膨	17.39%	11.95%	8.87%	6.92%
	停滯性通膨	-6.55%	3.76%	0.04%	
美國 10 年期公債	需求過熱通膨	1.37%	2.48%	3.38%	5.79%
	停滯性通膨	6.77%	5.93%	5.88%	

資料來源：CBOE、元大投顧

現在不是「停滯性通膨」，投資人請保持平常心

現在的問題是，今年 1~3 月超乎預期的通膨數據是「需求過熱通膨」還是「停滯性通膨」？我們認為是需求過熱的通膨，證據有二：

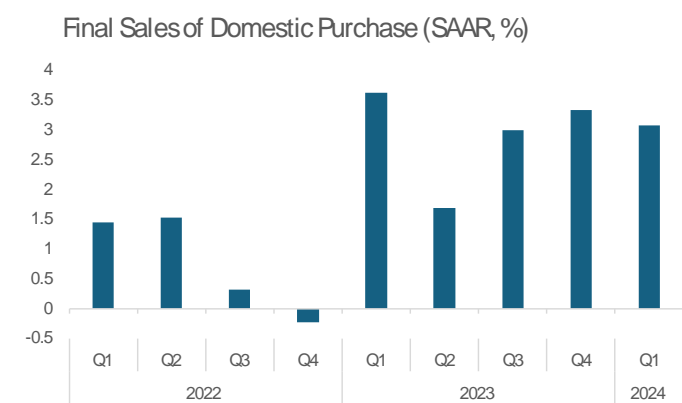
一、**美國需求成長仍然超過潛在成長率**：第一季美國 GDP 雖然從 3.4% 降至 1.6%，低於 Fed 認為美國潛在 GDP 1.8%，但這並非停滯性通膨，因為造成經濟成長減速的主因在於淨出口負貢獻 GDP 0.86 個百分點（主因進口大增 7.2%、出口只有成長 0.9%）以及庫存負貢獻 0.47 個百分點，如果不考慮這兩項因素，第一季美國民間國內銷售年化季增率只有從 3.3% 下滑到 3.1%，連續第三個季度高於 Fed 認為的潛在成長率 1.8%，凸顯出第一季美國經濟成長率的放緩是因為供不應求，導致需要仰賴進口以及庫存來滿足強勁的需求，也因為需求並沒有降溫，導致第一季 GDP 通膨平減指數以及核心 PCE 平減指數超乎市場預期的上漲(圖 1-1)。

二、**舊金山 Fed 模型顯示，目前通膨升溫主要是需求過熱**：根據舊金山 Fed 的模型，需求面貢獻 3 月核心 PCE 年增率 1.11 個百分點，高於 2000 年來平均 0.63 個百分點，而供給面貢獻核心 PC 核心 PCE 年增率 1.27 個百分點，與長期平均的 1.01% 相當，顯見目前的通膨居高不下主要是因為需求過熱(圖 1-2)。

考量到目前經濟並非停滯性通膨，而歷史上股票市場在需求過熱通膨下通常有超過長期平均的報酬，股票市場投資人保持平常心即可。

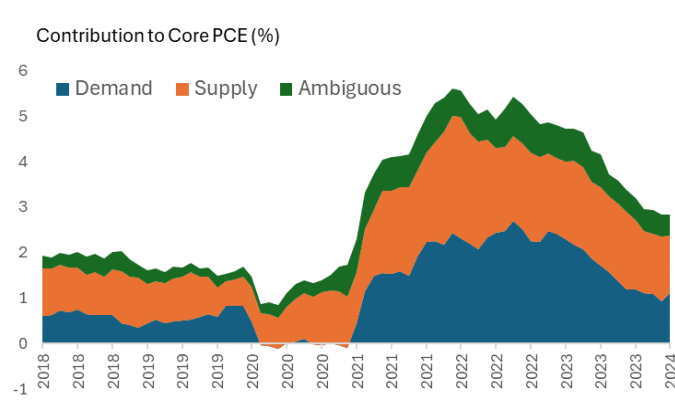
不過，4 月起美國經濟顯然明顯放慢，S&P Global PMI、ISM 指數明顯下滑，更令人擔心的是 4 月份 ISM 製造業價格指數從 55.8 上升到 60.9，ISM 服務業價格指數從 53.4 上升到 59.2，令投資人開始擔心美國經濟是否轉向「停滯性通膨」，如果真的是，那就麻煩了！

圖 1-1：民間國內銷售



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-2：核心 PCE 年增率拆解



資料來源：Bloomberg、元大投顧

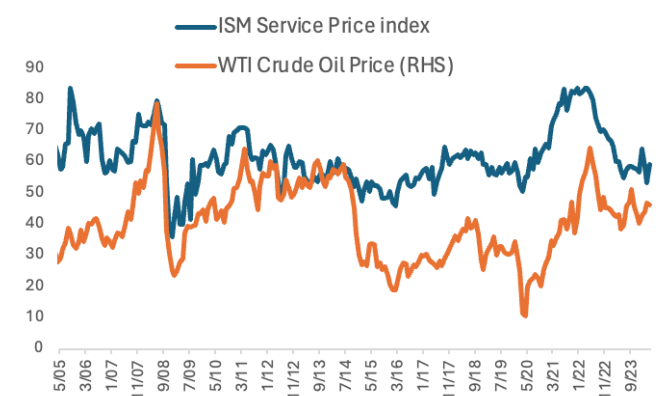
4 月 ISM 價格指數飆升可以被油價解釋，更廣泛的指標顯示，物價並未有異常加速的情況

ISM 服務業價格指數的變化並不僅僅反映我們認知的服務業通膨(如餐飲、旅遊...)，交通類服務也包含在裡面，而 ISM 製造業價格指數也不僅僅只反映傳統製造品(如手機、電腦、家具)，因此兩指數很容易受到油價變動的影響(圖 1-3、圖 1-4)，若以六個月變動率來說，ISM 製造業與服務業價格指數，與油價之間的相關係數分別為 0.64 及 0.65，接近高度正相關。考慮到 3 月下旬起，以色列與伊朗之間的衝突升溫，國際油價一度大漲至接近 90 美元/桶，因此 4 月份 ISM 價格指數大漲的確可以歸因於油價的因素。考量到隨著以色列與伊朗衝突降級、哈瑪斯考慮接受停火協議，中東地緣政治衝突降溫，油價從 5 月開始已經回落到 80 美元/桶附近，可以想見，5 月後 ISM 價格指數可望明顯降溫。因此，4 月 ISM 指數大減、價格指數大增，還不需要擔心有停滯性通膨的風險，除非 5 月份 ISM 價格指數仍然居高不下，投資人才需要開始緊張。

事實上，4月起有很多指標表明，物價的趨勢正在降溫：

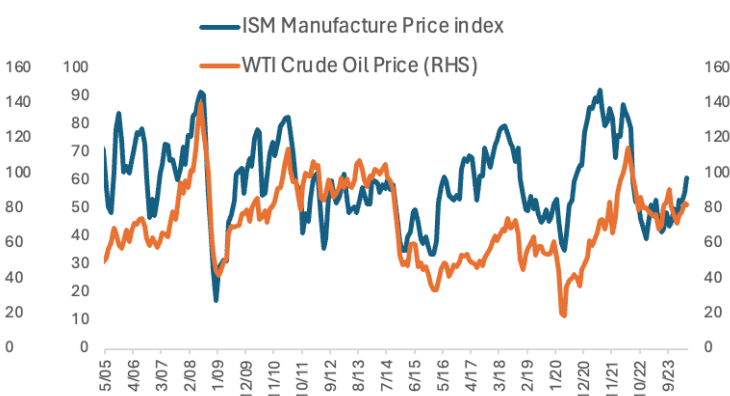
- 一、4月17日發布的褐皮書指出，受訪者認為薪資成長正在向疫情前水準降溫，報告還提到受訪者預期通膨將會在一個緩慢的速度保持穩定。
- 二、薪資通膨的螺旋上漲正在降溫，4月美國就業報告指出，平均時薪月增率從0.3%降至0.2%，低於市場預期的0.3%；年增率從4.1%降至3.9%，低於市場預期的4.0%，降至2021年6月以來最低。

圖 1-3：ISM 服務業指數與油價



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-4：ISM 製造業指數與油價



資料來源：Bloomberg、元大投顧

美國經濟只是從過熱回到均衡，還沒有衰退的威脅

美國經濟並非停滯性通膨的確令人感到欣喜，但4月起美國經濟數據全面降溫(ISM指數、S&P Global PMI、消費者信心)，導致花旗美國經濟驚奇指數從4/5的41.2一路快速下滑到5/3的-7.3(圖1-5)，的確令投資人開始擔心美國經濟是否有跌落至衰退的風險。關於這點，投資人尚不需要過度擔心，主要有幾點理由：

- 一、**ISM 與 PMI 廠商對於經濟前景的看法仍然樂觀**: ISM 製造業報告指出，需求處於復甦的早期階段，有持續改善的跡象；ISM 服務業報告指出，4月指數的減慢主要是因為招聘的困難，並非需求不足，這點可以從新接訂單指數超過50，且較總指數高，而未出貨訂單甚至高過前月看出；S&P Global 製造業 PMI 報告指出，企業對於未來一年產量仍然有信心，主要原因在於產能的擴充與需求的改善；S&P Global 服務業 PMI 報告指出，儘管廠商對未來信心降至五個月低點，但廠商仍持續樂觀看待景氣前景，並預期隨著利率開始下滑、總統大選不確定消除後，需求會回升。
- 二、4/17 發布的褐皮書指出，受訪廠商對於經濟前景的看法是「審慎樂觀(cautiously optimistic)」。
- 三、達拉斯 Fed 所公布衡量每週經濟活動的週經濟指數(Weekly Economic Index)並沒有反轉向下，4月27日WEI從前週的1.56上升到1.99，4月平均1.75甚至較3月的1.61高(圖1-6)。
- 四、**美國勞動市場仍然相當健康**: 4月美國就業報告雖然明顯降溫，但非農就業人數仍超過長期平均、失業率持續低於聯準會認為的非加速通膨失業率(NAIRU)4.1%之下，在勞動市場健康下，消費支出可望保持韌性(圖1-7)

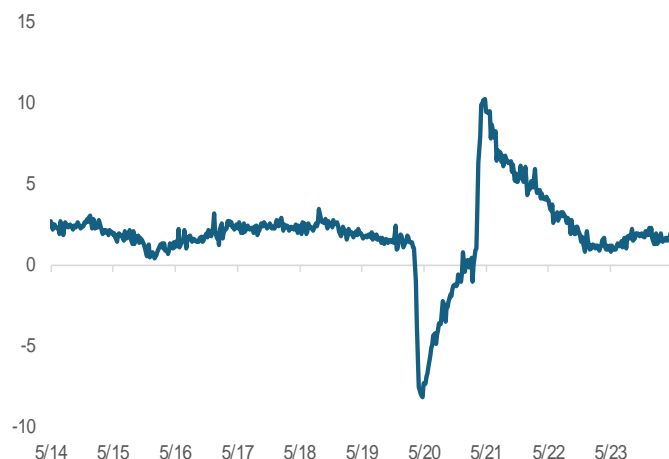
考量到根據CBO的統計，目前美國經濟處在正向產出缺口的狀態(圖1-8)，也就是經濟過熱狀態，因此綜合考量4月眾多經濟數據顯示景氣開始降溫，但又沒有陷入衰退的跡象，研判美國經濟只是從過熱向均衡靠近。

圖 1-5：花旗美國經濟驚奇指數



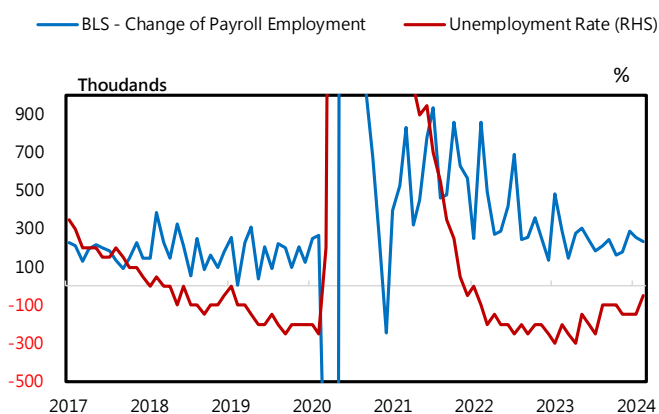
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-6：達拉斯 Fed 週經濟指數



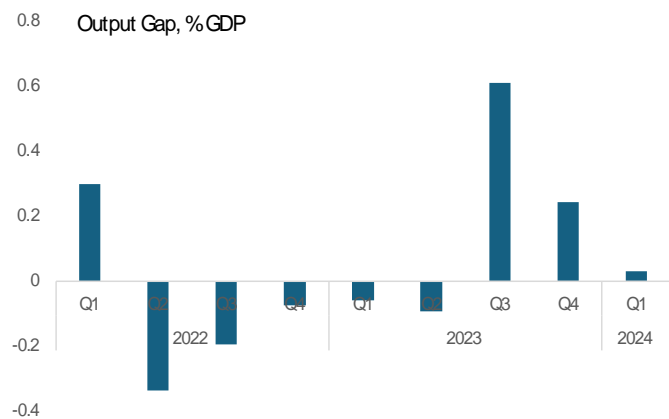
資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-7：美國非農就業與失業率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

圖 1-8：美國產出缺口



資料來源：Bloomberg、元大投顧

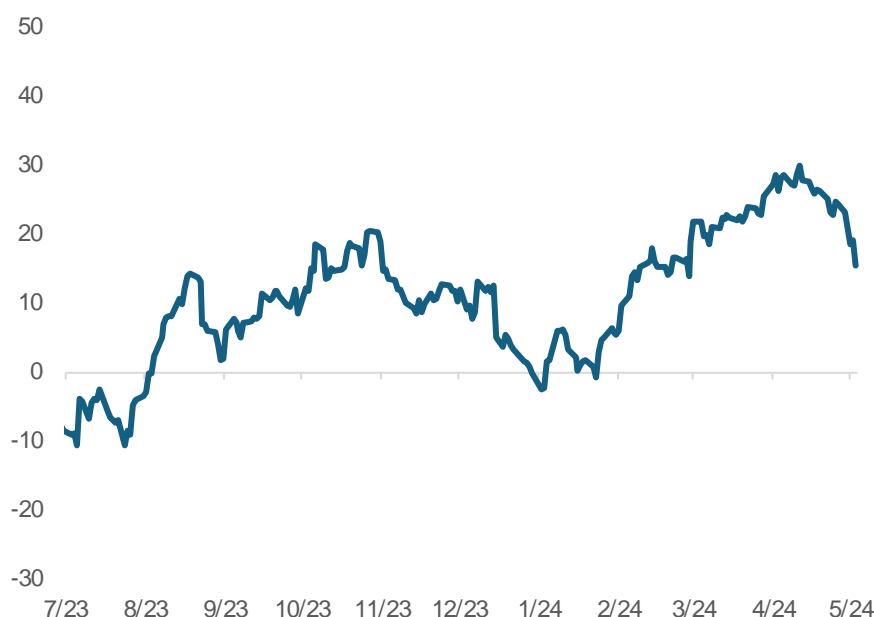
美國經濟不再一直獨秀對全球而言並非壞消息

如果放到全球的視角來看，美國經濟的放慢對全球經濟而言並不算壞消息，主要的原因在於由於目前美國的高通膨主要是因為需求過熱所造成，也因為如此，為了壓抑過熱的需求，Fed 必須將高利率維持更長一段時間令美國需求降溫，這會造成美元過於強勢，其他國家的弱勢貨幣會墊高進口成本，進而讓美國的高通膨外溢到其他國家。此外，美國的高利率還會產生磁吸效應，導致資金向美國集中，進而提高一些國際收支帳不健康、外債較高國家的經濟風險。因此，隨著美國經濟的降溫，上述的風險自然減輕。

除此之外，近期美國以外國家所公布的經濟數據顯示，美國以外的國家經濟逐漸走出谷底。以歐元區、日本、台灣為例，第一季歐元區 GDP 從前一季的 0% 回升到 0.3%，經濟正式擺脫衰退，且綜合 PMI 從前月的 50.3 回升到 51.4，擺脫從 2023 年 6 月~2024 年 2 月的連續衰退；日本方面，第一季日銀短觀持續超過市場預期，且 4 月綜合 PMI 也從 51.7 上升到 52.6，超過 2020 年來平均的 50.8；台灣第一季 GDP 從 4.93% 加速到 6.51%，遠超過市場預期，且景氣領先指標持續向上。是以即便花旗全球經濟驚奇指數受到美國經濟減速的影響從 4/11 的高點 30.1 回落到 5/3 的 15.6，但仍比 2022 年下半年的平均 5.68 高(圖 1-9)。

也就是說，目前全球經濟不再是美國一枝獨秀的格局，而是較均衡的成長格局，這樣相對平衡的格局對金融市場而言，並不是壞消息。

圖 1-9：花旗全球經濟驚奇指數



資料來源：CBOE、元大投顧

二、一周經濟預覽：市場已經準備好 FOMC 鷹派轉向，本週的關注焦點在就業報告與 ISM 指數

未來一周全球重要的經濟事件較少，比較重要的只有週一(5/6)美國公布的資深授信調查(Senior Loan Officer Opinion Survey)、週二(5/7)台灣物價、週三(5/8)台灣進出口、週四(5/9)日本勞工現金收入、週四(5/9)中國進出口、週五(5/10)的密大消費者信心指數、週五(5/6)ECB 的會議紀錄。因此經濟數據的變化對市場的影響較小，投資人可能需要更關注 Fed 官員在 FOMC 會後的公開談話。

- 週一(5/6)美國公布的資深授信調查(Senior Loan Officer Opinion Survey): 儘管高利率持續令銀行業收緊對於企業和消費者的銀根，但我們預期在升息不確定消除下，且銀行逐漸適應高利率，銀行業者對於銀根緊縮的程度將會放鬆。但投資人須密切注意，近期消費信貸滯納率與違約率正在提高，銀行是否開始收緊對於消費信貸的銀根(這不是我們的基準預測情境)，假若真的發生這個現象，則意味著美國經濟下行風險正在增強，Fed 可能需要更快的降息。
- 週二(5/7)台灣物價：考量房租、娛樂、外食等服務類價格向下僵固，並且 4/1 電價調漲，可能使得企業轉嫁成本至售價，加以醫療保健價格隨健保制度調整而上漲，可能與終端需求仍偏疲弱，對於物價漲勢的抑制產生互抵效應，預期 4 月 CPI 上漲率可能徘徊在 2%附近。
- 週三(5/8)台灣出口：考量在人工智慧商機與庫存回補需求同步發威下，主要貨品出口結構已增多於減，反映出口成長動能的脆弱程度減低，進口也在業者為生產備貨與設備購置意願改善下恢復成長，暗示出口後勢較為明朗。加以，3 月中經院台灣製造業 PMI 中的新增出口訂單恢復擴張，並且外銷訂單金額動向指數結束過去 4 個月的緊縮，回升至代表擴張的 59.1，以及今年 4 月工作天數 20 天，多於去年同期的 17 天，有利台灣出口有所表現。預期 4 月出口年率仍將高速成長。
- 週四(5/9)日本勞工現金收入: 由於基本薪資的調漲，預料 3 月份日本勞工現金收入可望加速成長。

- 週四(5/9)中國進出口: 由於去年比較基期較低，再加上全球製造業庫存去化告一段落，因此預料 4 月中國進出口可望恢復正成長，但考慮到人民幣過強、且各國意識到中國低價傾銷的風險，加速與中國脫鉤，因此預料外貿活動將持續疲弱，僅會有低個位數的成長幅度。
- 週五(5/10)的密大消費者信心指數: 隨著勞動市場的放緩、通膨與利率居高不下，再加上 4 月後全球股市劇烈震盪，預料 5 月密大消費者信心將下滑。
- 週五(5/6)ECB 的會議紀錄: 在 4 月 ECB 的會後聲明可知，隨著 ECB 公布最新的經濟預測，ECB 可望降息，加以考量截至目前為止歐元區通膨降溫進展還算順利，因此預料本週公布的會議紀錄將會強化市場對於 ECB 將從 6 月開始啟動降息的看法。

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
05/07/24 02:00	Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices	--	--
05/08/24 3:00	Consumer Credit	\$15.000b	\$14.125b
05/08/24 19:00	MBA Mortgage Applications	--	-2.30%
05/08/24 22:00	Wholesale Trade Sales MoM	0.90%	2.30%
05/08/24 22:00	Wholesale Inventories MoM	-0.40%	-0.40%
05/09/24 20:30	Initial Jobless Claims	214k	208k
05/09/24 20:30	Continuing Claims	1785k	1774k
05/10/24 22:00	U. of Mich. Sentiment	76.2	77.2
05/10/24 22:00	U. of Mich. Current Conditions	78.9	79
05/10/24 22:00	U. of Mich. Expectations	75.4	76
05/10/24 22:00	U. of Mich. 1 Yr Inflation	3.30%	3.20%
05/10/24 22:00	U. of Mich. 5-10 Yr Inflation	3.00%	3.00%

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
05/07/24 08:30	Jibun Bank Japan PMI Composite	--	52.6
05/07/24 08:30	Jibun Bank Japan PMI Services	--	54.6
05/09/24 07:30	Labor Cash Earnings YoY	1.40%	1.80%
05/09/24 07:30	Real Cash Earnings YoY	-1.50%	-1.30%
05/09/24 07:30	Cash Earnings - Same Sample Base YoY	2.20%	1.90%
05/09/24 07:30	Scheduled Full-Time Pay - Same Base YoY	1.90%	2.10%
05/09/24 10:00	Tokyo Avg Office Vacancies	--	5.47%
05/09/24 13:00	Leading Index CI	111.2	111.8
05/09/24 13:00	Coincident Index	114	111.6
05/10/24 07:30	Household Spending YoY	-2.30%	-0.50%
05/10/24 07:50	Japan Buying Foreign Stocks	--	-¥20.9b
05/10/24 07:50	Foreign Buying Japan Stocks	--	-¥492.4b
05/10/24 07:50	Foreign Buying Japan Bonds	--	-¥1441.8b
05/10/24 07:50	Japan Buying Foreign Bonds	--	¥648.1b
05/10/24 07:50	BoP Current Account Balance	¥3450.0b	¥2644.2b
05/10/24 07:50	BoP Current Account Adjusted	¥2044.2b	¥1368.6b
05/10/24 07:50	Trade Balance BoP Basis	¥549.6b	-¥280.9b
05/10/24 07:50	Bank Lending Incl Trusts YoY	--	3.20%
05/10/24 07:50	Bank Lending Ex-Trusts YoY	--	3.60%
05/10/24 13:00	Eco Watchers Survey Current SA	50.3	49.8
05/10/24 13:00	Eco Watchers Survey Outlook SA	51.6	51.2

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
05/06/24 16:00	HCOB Eurozone Services PMI	52.9	52.9
05/06/24 16:00	HCOB Eurozone Composite PMI	51.4	51.4
05/06/24 16:30	Sentix Investor Confidence	-5	-5.9
05/06/24 17:00	PPI MoM	-0.40%	-1.00%
05/06/24 17:00	PPI YoY	-7.70%	-8.30%
05/06/24-05/17/24	EU Commission Economic Forecasts		
05/07/24 17:00	Retail Sales MoM	0.70%	-0.50%
05/07/24 17:00	Retail Sales YoY	-0.20%	-0.70%
05/06/24 16:00	HCOB Eurozone Services PMI	52.9	52.9

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-4：台灣未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
05/06/24 16:20	Foreign Reserves	--	\$568.10b
05/07/24 16:00	CPI Core YoY	--	2.13%
05/07/24 16:00	PPI YoY	--	0.34%
05/07/24 16:00	CPI YoY	2.15%	2.14%
05/08/24 16:00	Exports YoY	9.00%	18.90%
05/08/24 16:00	Imports YoY	7.70%	7.10%
05/08/24 16:00	Trade Balance	\$8.00b	\$8.67b

資料來源: Bloomberg、元大投顧

表 2-5：中國未來一周重要經濟數據

日期	經濟數據	調查	前值
05/06/24 09:45	Caixin China PMI Composite	--	52.7
05/06/24 09:45	Caixin China PMI Services	52.5	52.7
05/07/24	Foreign Reserves	\$3229.50b	\$3245.66b
05/09/24	Exports YoY	1.40%	-7.50%
05/09/24	Imports YoY	4.60%	-1.90%
05/09/24	Trade Balance	\$78.90b	\$58.55b
05/09/24	Exports YoY CNY	--	-3.80%
05/09/24	Imports YoY CNY	--	2.00%
05/09/24	Trade Balance CNY	--	415.86b
05/09/24-05/15/24	Money Supply M2 YoY	8.20%	8.30%
05/09/24-05/15/24	Money Supply M1 YoY	1.20%	1.10%
05/09/24-05/15/24	Money Supply M0 YoY	--	11.00%
05/09/24-05/15/24	Aggregate Financing CNY YTD	13810.0b	12930.0b
05/09/24-05/15/24	New Yuan Loans CNY YTD	10035.0b	9460.0b
05/10/24	BoP Current Account Balance	--	\$56.2b

資料來源: Bloomberg、元大投顧

三、 一週經濟回顧：GDP、PCE 與初次請領失業金人數令投資人預期今年 Fed 只會降息一碼

美國

聯準會在最新的 FOMC 會議中確認未來升息門檻遠比降息門檻高，儘管第一季勞動成本依然高漲，但這些數據都是第一季的資訊，4 月 ISM 指數與就業報告全面降溫，顯見第二季起美國經濟開始從過熱逐漸回到均衡，因此我們仍然預期今年下半年 Fed 仍將啟動預防性降息。

- **FOMC 會議:** FOMC 維持聯邦資金利率在 5.25%~5.5%不變，符合市場預期。6 月 1 日起啟動減碼 QT: QT 上限從每月 600 億美元下調至 250 億美元。儘管 Fed 修改聲明稿且在會後記者會表明通膨向 2%進展的進程停滯，暗示降息時點延後。但畢竟在本次 FOMC 前市場就已經把首次降息的時間推遲到 4 月以後，且預期全年只有降息一碼，而在會後記

者會中，鮑爾直接表明不預期會升息，並表示隨著時間過去貨幣政策會變成充分緊縮的狀態，表明現階段 Fed 的立場是，即便通膨高於預期，但 Fed 只要維持目前高利率夠久，就可以令通膨降溫。除此之外，鮑爾在會後記者會還表示，隨著通膨率降到 3% 以下，目前的政策重心有移回勞動市場，這間接地暗示如果就業市場開始降溫，Fed 甚至有開始採取預防性降息的空間。因此，這次 FOMC 會議可以偏向鴿派、消除市場不確定的方向解讀。考慮到 JOLTs 就業報告、ISM 製造業指數、S&P Global PMI 等報告顯示，近期美國經濟開始出現雜音，經濟不再是不著陸的狀態，我們仍然維持今年降息 1~2 碼的預測。

- **第一季美國勞動成本指數:** 第一季勞動成本指數季增率為 1.2%，由上一季季增 0.9% 加速，為過去一年內最高漲幅，並高於市場預期 1.0%；年增率為 4.2%，持平於上一季。第一季勞動成本指數為聯準會首選的工資衡量標準，而數據表明第一季就業市場仍然強勁，帶動薪資成長，這呼應上週 GDP 報告顯示第一季美國經濟是需求過熱通膨的現象。
- **3 月美國 JOLTs 職位空缺數:** 3 月份職缺為 848.8 萬個，由上月修正值 881.3 萬(原值為 875.6 萬人)下降，低於市場預期的 868 萬。美國 3 月份職位空缺降至三年來的最低點，同時辭職人數也有所下降，勞動力市場供需逐漸趨於平衡，緩解了第一季勞動成本飆升後薪資壓力復甦的疑慮。此外，雖然預計就業成長將有所放緩，但仍處將處於穩健的狀態，預期經濟擴張將能持續。
- **4 月美國 ISM 製造業 PMI:** 4 月份 ISM 製造業 PMI 在上個月短暫站上擴張區間後再次陷入收縮，由前月的 50.3 下降至 49.2，低於市場預期的 50.0。新訂單指數由 51.4 回落至 49.1，低於市場預期 51.0；連帶生產需求降溫，生產指數由 54.6 下降至 51.3。支付價格指數快速增長，由 55.8 加速至 60.9，遠高於市場預期 55.4。整體而言，製造業仍處於築底回升的情勢，但復甦動能略顯疲弱，未來前景仍有待觀察。
- **4 月美國商諮會消費者信心:** 4 月份商諮會消費者信心指數為 97.0，由前月修正值 103.1 (初值為 104.7) 下降，為 2022 年 7 月以來最低水平，大幅低於市場預期之 104。由於通膨與借貸成本高企且勞動市場逐漸降溫，將不利家庭財務狀況，加上大選等政治因素的不確定性，消費者目前轉趨保守，信心指數處於低點，然而現況指標顯示目前商業狀況仍然良好，並沒有立即衰退的風險。
- **2 月美國 Case-Shiller 房價指數:** 2 月份凱斯席勒 20 城房價指數年增 7.29%，由前月修正值年增 6.58% (初值為年增 6.59%) 加速上升，高於市場預期 6.70%。房價指數加速上漲，反映高利率環境對成屋供給的負面影響，在降息不確定性仍高的情況下，房市現狀難以大幅改善，而房價居高不下也帶動租金價格壓力，令通膨降溫之路更為崎嶇。
- **第一季美國單位勞動成本與生產力:** 第一季單位勞動成本年化季增率從前一季的修正值 0.0% (初值為 0.4%) 加速上升至 4.7%，高於市場預期的 4.0%。第一季非農生產力年化季增率從前一季的修正值 3.5% (初值為 3.3%) 降至 0.3%，低於市場預期的 0.5%。由於生產力放緩，美國第一季單位勞動力成本指數創下一年以來最大的增幅。值得注意的是，聯準會主席認為，強勁的就業市場與通膨降溫之所以能夠脫鉤，其關鍵在於生產力能否持續提升，假若生產力改善的趨勢受阻，那麼通膨降溫之路將非常困難。不過所幸生產力統計波動很大，因此一個季度的數字並不代表趨勢形成，可以多觀察幾個季度再做討論。

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
04/29/24	Dallas Fed Manf. Activity	-11.2	-14.5	-14.4	--
04/30/24	Employment Cost Index	1.00%	1.20%	0.90%	--
04/30/24	FHFA House Price Index MoM	0.20%	1.20%	-0.10%	--
04/30/24	S&P CoreLogic CS 20-City MoM SA	0.10%	0.61%	0.14%	0.17%
04/30/24	S&P CoreLogic CS US HPI YoY NSA	6.38%	6.38%	6.03%	5.99%
04/30/24	S&P CoreLogic CS 20-City YoY NSA	6.70%	7.29%	6.59%	6.58%
04/30/24	MNI Chicago PMI	45	37.9	41.4	--
04/30/24	Conf. Board Consumer Confidence	104	97	104.7	103.1
04/30/24	Conf. Board Present Situation	--	142.9	151	146.8
04/30/24	Conf. Board Expectations	--	66.4	73.8	74
04/30/24	Dallas Fed Services Activity	--	-10.6	-5.5	--
05/01/24	MBA Mortgage Applications	--	-2.30%	-2.70%	--
05/01/24	ADP Employment Change	183k	192k	184k	208k
05/01/24	S&P Global US Manufacturing PMI	49.9	50	49.9	--
05/01/24	Construction Spending MoM	0.30%	-0.20%	-0.30%	0.00%
05/01/24	JOLTS Job Openings	8680k	8488k	8756k	8813k
05/01/24	ISM Manufacturing	50	49.2	50.3	--
05/01/24	ISM Prices Paid	55.4	60.9	55.8	--
05/01/24	ISM New Orders	51	49.1	51.4	--
05/01/24	ISM Employment	48.2	48.6	47.4	--
05/01/24-05/02/24	Wards Total Vehicle Sales	15.70m	15.74m	15.49m	--
05/02/24	FOMC Rate Decision (Upper Bound)	5.50%	5.50%	5.50%	--
05/02/24	FOMC Rate Decision (Lower Bound)	5.25%	5.25%	5.25%	--
05/02/24	Interest on Reserve Balances Rate	5.40%	5.40%	5.40%	--
05/02/24	Challenger Job Cuts YoY	--	-3.30%	0.70%	--
05/02/24	Initial Jobless Claims	211k	208k	207k	208k
05/02/24	Continuing Claims	1790k	1774k	1781k	1774k
05/02/24	Nonfarm Productivity	0.50%	0.30%	3.30%	3.50%
05/02/24	Unit Labor Costs	4.00%	4.70%	0.40%	0.00%
05/02/24	Trade Balance	-\$69.8b	-\$69.4b	-\$68.9b	-\$69.5b
05/02/24	Factory Orders	1.60%	1.60%	1.40%	1.20%
05/02/24	Factory Orders Ex Trans	0.20%	0.50%	1.10%	--
05/02/24	Durable Goods Orders	2.60%	2.60%	2.60%	--
05/02/24	Durables Ex Transportation	0.20%	0.20%	0.20%	--
05/02/24	Cap Goods Orders Nondef Ex Air	--	0.10%	0.20%	--
05/02/24	Cap Goods Ship Nondef Ex Air	--	0.00%	0.20%	--
05/03/24	Two-Month Payroll Net Revision	--	-22k	--	--
05/03/24	Change in Nonfarm Payrolls	240k	175k	303k	315k
05/03/24	Change in Private Payrolls	193k	167k	232k	243k
05/03/24	Change in Manufact. Payrolls	5k	8k	0k	-4k
05/03/24	Unemployment Rate	3.80%	3.90%	3.80%	--
05/03/24	Average Hourly Earnings MoM	0.30%	0.20%	0.30%	--
05/03/24	Average Hourly Earnings YoY	4.00%	3.90%	4.10%	--
05/03/24	Average Weekly Hours All Employees	34.4	34.3	34.4	--

05/03/24	Labor Force Participation Rate	62.70%	62.70%	62.70%	--
05/03/24	Underemployment Rate	--	7.40%	7.30%	--
05/03/24	S&P Global US Services PMI	51	51.3	50.9	--
05/03/24	S&P Global US Composite PMI	51	51.3	50.9	--
05/03/24	ISM Services Index	52	49.4	51.4	--
05/03/24	ISM Services Prices Paid	55	59.2	53.4	--
05/03/24	ISM Services Employment	49	45.9	48.5	--
05/03/24	ISM Services New Orders	54.5	52.2	54.4	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

日本

- **日本 3 月份工業生產：**3 月份經季節性調整後的工業生產指數(2020 年=100)為 101.1，月增 3.8%，優於預估值的 3.3%，且擺脫連續兩個月的負成長。3 月份工業生產月增率擺脫連續兩個月的負成長格局，且成長動能創下 2022 年 5 月以來最大增幅，主要受汽車生產改善所提振，反映去年底大發汽車因弊案問題造成生產中斷因素消退所致，與此同時，半導體、顯示器製造設備等生產明顯走強，均助長工業生產的回溫。展望後市，經濟產業省預估 4 份工業生產月增率將為 4.1%，其中又以生產機械生產最為強勁，反映海外對半導體及顯示器製造設備需求持續。呼應 4 月份製造業 PMI 重回至去年 5 月以來新高，雙雙顯示日本國內製造業生產、信心逐步走強。
- **3 月份日本就業數據：**3 月份經季節調整失業率為 2.6%，與前值的 2.6%持平，略高於市場預估的 2.5%。經季節調整失業人數維持於 182 萬人。3 月份求才求職比為 1.28 倍，高於前值的 1.26 倍，不僅高於預期的 1.26 倍，更為去年 10 月以來新高。3 月份失業率、勞動參與率均維持不變，反映當前日本就業市場維持穩健格局；同期間求才求職比的上升，主要因為近期企業擴大加薪幅度且加強福利計畫，因而降低勞工換工作之意願。搭配 4 月份 PMI 報告提及，製造業廠商對前景的看好，對新增僱員意願較前月走強，服務業僱員意願則持續維持於偏強增速。綜合上述顯示，日本國內後續就業市場可望持續改善。

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
04/30/24	Jobless Rate		2.60%	2.60%	--
04/30/24	Job-To-Applciant Ratio	1.26	1.28	1.26	--
04/30/24	Retail Sales YoY	2.40%	1.20%	4.60%	4.70%
04/30/24	Retail Sales MoM	-0.20%	-1.20%	1.50%	1.70%
04/30/24	Dept. Store, Supermarket Sales YoY	--	6.40%	7.20%	--
04/30/24	Industrial Production MoM	3.30%	3.80%	-0.60%	--
04/30/24	Industrial Production YoY	-6.30%	-6.70%	-3.90%	--
04/30/24	Housing Starts YoY	-7.50%	-12.80%	-8.20%	--
04/30/24	Annualized Housing Starts	0.800m	0.760m	0.795m	--
05/01/24	Jibun Bank Japan PMI Mfg	--	49.6	49.9	--
05/02/24	Monetary Base YoY	--	2.10%	1.60%	--
05/02/24	Monetary Base End of period	--	¥696.3t	¥686.8t	--
05/02/24	Consumer Confidence Index	39.8	38.3	39.5	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

歐元區

- **4月歐元區經濟信心：**工業信心指數創下去年8月以來最大下降幅度，製造業庫存在上個月大幅改善後再度上升，訂單能見度大幅下降，由-19.1下降至-23.8，顯示目前製造業終端需求仍需求疲軟，與4月份HCOB製造業PMI降溫的趨勢一致，並導致未來預期銷售價格進一步下挫，以及就業指數同步下降，製造業復甦之路仍顯艱難，不過考量到目前製造業在庫存去化進程告終之下，企業庫存回補的需求有望帶動製造業景氣築底回溫。服務業商業活動由上月的快速增長降溫，預期需求指數由11.6降至9.9，為去年8月以來最低點，亦低於長期平均的11.3，帶動就業成長逐漸放緩，預期價格略為下降，不過考量到過去需求由-0.9上升至1.7，為近三個月最高，顯示在勞動市場維持穩健之下，服務業的需求回升，支撐整體景氣升溫，惟成長動能相對略顯疲弱。製造業與服務業就業市場成長皆呈現放緩，且價格壓力進一步放鬆之下，通膨降溫趨勢讓ECB保有預防性降息的空間，將有利借貸環境轉趨寬鬆，帶動消費者對家庭財務狀況的看法改善，未來主要採購意願及未來儲蓄能力回溫，消費者信心略為上升。
- **第一季歐元區GDP：**歐元區第一季GDP季增率為0.3%，由上一季修正值-0.1%(原值為0.0)大幅加改善，並優於預期的0.1%。第四季GDP數據從先前的0.0%下調至負0.1%，顯示歐元區在2023年下半年陷入技術性衰退，而在德國恢復成長和西班牙強勁擴張的推動下，2024年第一季歐元區經濟成長超過預期。然而根據S&P Global PMI以及經濟信心指數顯示，雖然服務業商業活動仍保持熱度，但成長略為放緩，而製造業去庫存週期告終，正在築底回溫，整體而言成長動能仍不強勁。
- **4月歐元區CPI：**4月份歐元區CPI初值月增率由0.8%放緩至0.6%，符合市場預期；年增率持平於2.4%，符合市場預期；4月份歐元區扣除能源、食品及菸草後的核心CPI初值月增率由1.1%下降至0.7%；年增率則由年增2.9%降至2.7%，略高於市場預期年增2.6%。服務通膨的降溫使降息預期更加明確，將有利家庭實際收入，並刺激消費支出。
- **3月歐元區失業率：**三月份歐元區失業率持平於6.5%，符合市場預期。失業率仍保持在歷史低點6.5%，遠低於長期平均的8.5%，顯示勞動力市場仍然緊張。不過在歐元區經濟信心調查顯示，製造業就業指數下降，服務業就業成長放緩，預期價格略為下降，且服務業價格通膨在連續五個月維持在4%之後，在4月份降到了3.7%，顯示製造業與服務業勞動市場皆有望進一步降溫。

表 2-8：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
04/29/24	Consumer Confidence	--	-14.7	-14.7	--
04/29/24	Services Confidence	6.9	6	6.3	6.4
04/29/24	Industrial Confidence	-8.5	-10.5	-8.8	-8.9
04/29/24	Economic Confidence	96.7	95.6	96.3	96.2
04/30/24	CPI Estimate YoY	2.40%	2.40%	2.40%	--
04/30/24	CPI MoM	0.60%	0.60%	0.80%	--
04/30/24	CPI Core YoY	2.60%	2.70%	2.90%	--
04/30/24	GDP SA QoQ	0.10%	0.30%	0.00%	-0.10%
04/30/24	GDP SA YoY	0.20%	0.40%	0.10%	--
05/02/24	OECD Publishes Economic Outlook				--
05/02/24	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	45.6	45.7	45.6	--
05/03/24	Unemployment Rate	6.50%	6.50%	6.50%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

- **第一季台灣 GDP:** 第 1 季台灣 GDP 年成長 6.51%，較上季的 4.93%明顯加速，且高於 2 月主計總處預測值 5.92%、3 月央行預測 5.68%。第 1 季台灣出口增逾 1 成，且工業明顯增產，零售、餐飲業營收成長高於長期平均，加上 3 月同時指標不含趨勢指數連續 12 個月較上月上揚，燈號也連續第 3 度亮出象徵景氣穩定的綠燈，反映在當前內、外需同步回暖，帶動產業、出口活絡下，第 1 季台灣 GDP 年率得以高速成長。展望未來，儘管美歐央行利率仍維持限制性水準，抑制終端需求，並且低基期因素減弱，可能導致第 2 季台灣 GDP 增速轉緩，但考量第 1 季製造業者對於未來 6 個月展望已恢復樂觀，非製造業者對前景的樂觀程度進一步提高，有助於投資恢復、增進雇用，加上 IMF 上修今年全球經濟成長率預測，反映未來終端需求有望改善，有利台灣外需及製造活動回溫，並且 3 月領先指標不含趨勢指數連 6 升，也暗示未來數月台灣景氣有望持續加溫，預期第 2 季台灣 GDP 年增率仍可望保持穩健擴張態勢。
- **3 月台灣央行議事錄:** 根據 3 月央行議事錄，14 位發言理事中有 13 位贊同維持調升利率，僅 1 位持反對意見。綜合央行理事支持升息理由，主要是為壓制通膨預期，加以今年經濟成長率、CPI 上漲率調升、實質總薪資負成長，升息半碼非但不至於對經濟帶來衝擊，反倒有利於促進物價穩定，舒緩新台幣貶值壓力，而實質利率為負，以及去年升息後通膨率仍高，則側面反映出政策利率有上調空間，先前緊縮力道可能不足，央行有空間也有動機升息。基於壓制通膨預期與穩定物價漲勢為央行首要目標，而六月會期只能觀察到 4/1 電價調漲後兩個月的通膨數據，加上貨幣政策傳導需要時間發酵，預期六月央行維持利率不變的機率相對較高。至於進一步升息的時間點，考量九月會期央行已經充分觀察到電價對於物價的推升效應，以及通膨預期的變化，加上第三季由於股利匯出，新台幣往往季節性承壓，第四季則因出口商拋匯需求湧現，往往季節性走升，又不排除 10/1 電價有再調漲機會，因此若經央行審慎評估後，的確有再升息的必要性，預計央行較有可能於九月再度升息。
- **台灣 4 月 PMI、NMI:** 4 月製造業 PMI 從上月的 47.9 回升至 49.4，為去年 3 月以來最佳；4 月非製造業 NMI 從上月的 53.5 上升至 54.1，為今年以來最佳。4 月季調製造業 PMI 連續第 14 個月緊縮，且低於往年同月及長期平均，顯示製造業業況持續不景氣，但 4 月 PMI 已較 3 月回升，並且緊縮速度為去年 3 月以來最慢，反映製造業不景氣狀態確實有所舒緩。展望未來，儘管訂單能見度提升，帶動生產活動，但業者對未來 6 個月展望的樂觀程度 (55.2) 仍低於歷年同月平均 56.5，並且業者及客戶對存貨策略依然保守，業者也持續減少人力雇用，加上美歐央行仍維持限制性利率，抑制終端需求，且地緣政治、大國角力等不確定性持續干擾，歷史經驗也顯示，5 月 PMI 絕大多數低於 4 月，預期 5 月季調後製造業 PMI 可能拉回，使得 PMI 連續 15 個月緊縮。4 月非製造業 NMI 連續第 18 個月擴張，且高於長期平均，創下今年以來最佳，反映非製造業景氣相對溫熱。展望未來，儘管訂單能見度仍佳，業者對前景展望也在台股一度重挫、央行升息、花蓮地震干擾下連續第 6 個月保持樂觀 (54.9)，且明顯高於往年同月平均 47.8，但考量高通膨、電價調漲、貨幣政策緊縮、疫後消費動能逐漸回歸常態、國境解封後消費動能轉往國外，以及製造業持續不景氣的效應外溢，可能牽制 NMI 表現，加上歷史經驗顯示，5 月 NMI 絕大多數低於 4 月，預期 5 月非製造業 NMI 仍將維持擴張，但拉回機率相對較高。

表 2-9：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
04/30/24	GDP YoY	6.00%	6.51%	4.93%	--
05/02/24	S&P Global Taiwan PMI Mfg	--	50.2	49.3	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

- **4月官方 PMI:** 4月中國官方製造業 PMI 從前值 50.8 回落至 50.4，些微高於市場預期的 50.3。非製造業 PMI 從前值 53 回落至 51.2，低於市場預期的 52.3。綜合 PMI 從前上月的 52.7 回落至 51.7。製造業 PMI 連續第 2 個月高於代表擴張的 50，顯示製造業景氣持續回溫，但較上月回落 0.4 個百分點。其中，生產加速擴張，為去年 4 月以來新高，但新訂單、新出口訂單、採購量、供應商配送時間、生產經營活動預期均擴張減弱，原材料庫存持續緊縮，進口轉為緊縮，在手訂單、產成品庫存、從業人員指數皆加速緊縮，主要原材料購進價格加速擴張，但出廠價格緊縮減弱，顯示在整體需求、外需拉回，以及在手訂單續減，反映訂單能見度減弱下，業者對前景樂觀程度拉回，以至於減弱採購力道，並且減慢進貨速度，削減產成品庫存，也持續減少人員雇用，並且持續調降出廠價格，吸收加速上漲的生產成本，削弱製造業景氣改善力道。非製造業景氣持續擴張，但指數明顯拉回，程度超過市場預期，為 1 月後新低。其中，服務業擴張程度明顯回落，尤其餐飲、房地產業持續緊縮，拖累擴張程度達到 3 個月來新低，顯示民眾日常消費與房市景氣依然不振。此外，新訂單、在手訂單加速緊縮、新出口訂單續減，顯示訂單缺乏能見度，以至於業者持續減少人員雇用，並且不敢將上漲的投入品價格反映至銷售價格，業務活動預期樂觀程度也出現拉回，反映非製造業景氣儘管持續擴張，但背後缺乏穩固的支撐基礎。

表 2-10：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
04/30/24	Composite PMI	--	51.7	52.7	--
04/30/24	Manufacturing PMI	50.3	50.4	50.8	--
04/30/24	Non-manufacturing PMI	52.3	51.2	53	--
04/30/24	Caixin China PMI Mfg	--	51.4	51.1	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

附表 1：美國經濟數據統計表

季資料	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021
	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun
實質 GDP	3.0	3.1	2.9	2.4	1.7	0.7	1.7	1.9	3.6	5.4	4.7	11.9
消費支出	2.4	2.7	2.2	1.8	2.1	1.2	1.9	2.2	5.0	7.2	7.6	16.4
政府支出	3898.5	3887.0	3843.4	3789.8	3758.8	3714.8	3667.0	3641.2	3658.8	3685.8	3688.2	3701.8
民間投資	4151.0	4118.7	4111.1	4014.1	3963.7	4058.5	4024.8	4105.5	4222.4	4159.1	3910.8	3767.3
出口	2534.0	2528.2	2497.3	2464.7	2525.4	2484.1	2506.2	2414.1	2354.1	2382.0	2256.4	2248.1
進口	7.2	2.2	4.2	-7.6	1.3	-4.3	-4.8	4.1	14.7	20.6	8.5	7.7
經常帳占 GDP 比(%)		-2.9	-3.0	-3.2	-3.4	-3.7	-3.8	-3.9	-3.8	-3.4	-3.3	-3.1
預算占 GDP 比(%)	-5.9	-6.5	-6.3	-8.3	-6.7	-5.4	-5.3	-4.1	-6.9	-10.5	-11.7	-11.3
月資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May
工業生產		0.0	-0.3	-0.7	1.1	-0.1	-0.8	-0.2	-0.1	0.1	-0.4	0.1
CPI		3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0
Core CPI		3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3
PCE		2.7	2.5	2.5	2.6	2.7	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0
核心 PCE		2.8	2.8	2.9	2.9	3.2	3.4	3.6	3.7	4.2	4.3	4.7
ISM 製造業 PMI	49.2	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6
ISM 服務業 PMI	49.4	51.4	52.6	53.4	50.5	52.5	51.9	53.4	54.1	52.8	53.6	51.0
新屋開工(千套 SAAR)		1321.0	1549.0	1375.0	1566.0	1512.0	1376.0	1356.0	1305.0	1451.0	1418.0	1583.0
新屋銷售(千套 SAAR)		693.0	637.0	671.0	654.0	609.0	670.0	698.0	654.0	728.0	683.0	710.0
成屋銷售(百萬套 SAAR)		4.2	4.4	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.1	4.2
營建許可(千套 SAAR)		1467.0	1524.0	1489.0	1493.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0
失業率(%)	3.9	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7
非農新增就業人數(千人)	175.0	315.0	236.0	256.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0
平均時薪	3.9	4.1	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	4.7	4.7	4.6
央行利率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3	5.3	5.2
美元指數	105.4	103.7	104.1	102.9	102.7	104.5	106.4	105.3	103.1	101.4	103.1	102.8

資料來源: Bloomberg, 元大投顧

附表 2：日本經濟數據統計表

季資料	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021
	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun
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
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
短觀-大型製造業信心指數(Index)	11.0	13.0	9.0	5.0	1.0	7.0	8.0	9.0	14.0	18.0	18.0	14.0
短觀-大型製造業景氣預估(Index)	10.0	8.0	10.0	9.0	3.0	6.0	9.0	10.0	9.0	13.0	14.0	13.0
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
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
月資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May
出口		7.3	7.8	11.9	9.7	-0.2	1.6	4.3	-0.8	-0.3	1.5	0.6
貿易收支		387.0	-383.0	-1766.5	58.9	-788.3	-668.2	60.6	-940.1	-61.3	36.5	-1382.3
工業生產(MoM%)		3.8	-0.6	-6.7	1.2	-0.6	1.2	0.1	-0.4	-1.4	0.9	-1.0
核心機械訂單(MoM%)		0.0	7.7	-1.7	1.9	-3.7	-0.1	1.2	-0.2	-1.3	2.1	-5.2
製造業 PMI(Index)	49.6	48.2	47.2	48.0	47.9	48.3	48.7	48.5	49.6	49.6	49.8	50.6
經常帳		0.0	2644.2	457.0	785.1	2040.8	2694.5	2824.9	2293.8	2775.0	1519.4	2010.1
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
CPI(扣除新鮮食品)		2.6	2.8	2.0	2.3	2.5	2.9	2.8	3.1	3.1	3.3	3.2
勞工名目薪資		0.0	1.4	1.5	0.8	0.7	1.5	0.6	0.8	1.1	2.3	2.9
失業率(經季調)		2.6	2.6	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6

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	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021
	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun
實質 GDP	0.4	0.1	0.1	0.6	1.3	1.9	2.4	4.1	5.4	5.2	4.6	14.8
家庭消費		0.6	-0.3	0.7	1.4	1.2	2.3	5.4	8.3	6.5	3.5	13.2
政府消費		1.2	1.3	0.5	0.1	0.8	0.6	1.6	3.4	2.8	2.7	8.3
固定投資		1.5	0.5	1.7	2.0	1.0	4.4	1.9	3.2	1.7	2.4	18.2
經常帳占 GDP		1.7	1.1	0.2	-0.4	-0.6	-0.2	1.0	2.1	2.8	3.2	3.1
月資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May
CPI	2.4	2.4	2.6	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.3	5.3	5.5	6.1
核心 CPI	2.7	2.9	3.1	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3
綜合 PMI	51.4	50.3	49.2	47.9	47.6	47.6	46.5	47.2	46.7	48.6	49.9	52.8
製造業 PMI	45.7	46.1	46.5	46.6	44.4	44.2	43.1	43.4	43.5	42.7	43.4	44.8
服務業 PMI	52.9	51.5	50.2	48.4	48.8	48.7	47.8	48.7	47.9	50.9	52.0	55.1
經濟信心指數	95.6	96.2	95.4	96.0	96.4	94.2	93.9	94.0	94.0	94.8	95.7	96.7
消費者信心指數	-14.7	-14.9	-15.5	-16.1	-15.1	-16.9	-17.9	-17.7	-16.0	-15.2	-16.1	-17.4
失業率		6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.6	6.6	6.5	6.6	6.5	6.5
央行利率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.4	4.3	4.0	3.9	3.7
EURUSD	1.07	1.09	1.08	1.09	1.09	1.08	1.06	1.07	1.09	1.11	1.08	1.09

資料來源: Bloomberg、元大投顧

附表 4：台灣經濟數據統計表

季資料	2024	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2022	2022	2021	2021	2021
	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun	Mar	Dec	Sep	Jun
實質 GDP(YoY,%)	6.5	4.9	2.2	1.4	-3.5	-0.7	4.0	3.5	3.8	5.1	4.2	8.1
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
月資料	2024	2024	2024	2024	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Apr	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May
CPI(YoY,%)		2.1	3.1	1.8	2.7	2.9	3.0	2.9	2.5	1.9	1.8	2.0
零售銷售(YoY,%)		0.7	9.3	0.3	1.1	7.2	5.1	6.9	4.3	5.3	13.9	17.1
工業生產(YoY,%)		4.0	-1.3	15.6	-3.8	-1.8	-2.2	-6.7	-10.7	-15.4	-17.2	-16.0
製造業 PMI	49.4	47.9	48.1	48.0	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1	48.3	41.3
服務業 PMI	54.1	53.5	52.3	53.5	56.0	56.2	53.2	53.5	54.3	55.7	54.6	52.0
外銷訂單(YoY,%)		1.2	-10.4	1.9	-16.0	1.0	-4.6	-15.6	-15.7	-12.0	-24.9	-17.6
出口(YoY,%)		18.9	1.3	17.7	11.7	3.7	-4.6	3.4	-7.3	-10.4	-23.4	-14.1
進口(YoY%)		7.1	-17.8	19.0	-6.8	-15.0	-12.4	-12.2	-23.0	-21.1	-30.2	-22.0
失業率(YoY,%)		3.4	0.0	0.0	3.4	0.0	0.0	3.5	0.0	0.0	3.5	0.0
央行利率(%)		2.0	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,%)		6.5	5.9	5.2	5.6	5.2	5.5	5.9	6.3	7.2	6.9	6.2
USDTWD	32.4	31.7	31.4	31.2	31.3	31.9	32.3	32.0	31.8	31.2	30.8	30.7

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
04/01	市場風險監測 - 再平衡交易致美股賣壓湧現，然多方適時拉抬帶領美股再創新高，維持上升慣性。不過空方籌碼明顯上升，投資人仍應保持警覺，居安思危
04/01	總體經濟週報 - 中美脫鉤令兩個世界正逐漸成形中
04/01	日股週報 - 投資人風險偏好收斂，日股短線震盪整理
04/03	原物料市場週報 - 供給受阻及需求復甦支撐油價；高通膨環境有利金價上揚
04/08	雙率週報 - 美就業強勁、降息時點料延後
04/08	市場風險監測 - 美股週四下午失守關鍵位置後引動賣壓，指數正式翻空；籌碼壓力不大、多方仍有抵抗餘力，不宜追空
04/08	總體經濟週報 - AI 決定 2024 年哪些製造業能否踏入高速成長新世界
04/08	日股週報 - 市場風險偏好改善，日股可望止跌回穩
04/10	原物料市場週報 - 供不應求格局提供油價支撐；通膨及央行購買推動金價上行
04/12	雙率週報 - 消費物價漲幅超預期，美元獨強
04/15	市場風險監測 - 美股再次走低，指標出現「無效翻空」訊號，行情短線不致波段重挫，且多方並未棄守，料為震盪整理小幅修正走勢
04/15	總體經濟週報 - 美國經濟獨強的態勢未變，而其餘國家經濟也逐漸趨穩
04/15	日股週報 - 即將進入財報密集公布，投資人轉趨觀望
04/17	原物料市場週報 - 地緣政治緊張情勢加劇，增加原油、黃金價格短期擾動
04/19	雙率週報 - 消費動能無虞、地緣風險升溫，美元續強
04/22	市場風險監測 - 指標二度翻空，美股股市展開修正；地緣政治局勢演變、央行趨鷹、及非 AI 半導體復甦力道及不如預期，帶動美股挫跌及波動放大；籌碼壓力並未減輕、資金動能出現逆轉，股市再失支撐
04/22	總體經濟週報 - 美國金融體系無顯著系統性風險，僅特定領域有失衡現象
04/22	日股週報 - 聚焦企業財報表現，主導本周股市走向關鍵
04/24	原物料市場週報 - 地緣政治風險降溫，原油及黃金價格漲勢暫歇
04/26	雙率週報 - 美 GDP 遜於預期、美元漲勢受阻
04/29	市場風險監測 - 助跌因素扭轉加上短線超跌，美股技術性反彈；行情將挑戰關鍵均線，未及底部進場者應等待方向明確再動作
04/29	總體經濟週報 - FOMC 需要更多的時間而不是空間來完成通膨降溫的工作
04/29	日股週報 - 內、外部利多因素支撐，日股可望延續小漲格局

04/30	原物料市場週報 - 原油及黃金漲勢暫歇，但緩步上升格局尚未轉變
05/03	雙率週報 - 穩定金融情勢，聯準會放慢縮表腳步

觀點

日期	報告標題
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
03/29	外需回暖，今年台灣經濟可望常態成長；電價調漲，今年台灣物價料續破 2%

戰情分析

日期	報告標題
04/01	通膨風險溢酬與實質風險溢酬攀升，債券殖利率面臨上揚壓力
04/02	高息環境迫使企業減降債務，信用利差收斂至歷史新低
04/03	日銀短觀顯示日本景氣復甦層面擴大
04/08	美國製造業的真實樣貌，BEA 23Q4 企業獲利顯現的另一種光景
04/09	日圓貶值政策發酵，經常帳盈穩定回升
04/10	美國大選前瞻： 就業、股市榮景加持，拜登支持度提升
04/11	通膨升溫雖令美股挫低；然暫無連續重挫之虞，投資人應保持平常心
04/12	製造業庫存回補正在展開，企業獲利可望改善
04/15	美股財報前瞻暨回顧： AI 供應鏈前景看俏，金融板塊喜憂參半
04/16	台灣首季稅收續超徵，景氣復甦政府部門也有感
04/17	通膨降溫路崎嶇，聯準會靜觀其變
04/18	總體經濟仍處上升循環，美股看回不看空
04/19	聰明錢報告： 投資人看好景氣循環向上，但通膨居高風險浮現，「金髮女孩」式行情結束；資金轉出科技股及債市，轉進景氣循環股及金融股
04/22	美股財報前瞻暨回顧： Meta、微軟接棒上陣，大型科技股成止穩關鍵
04/23	美國經濟榮景應援，日銀可望再度升息
04/24	中東局勢雖有紛擾，但不致擴大及惡化
04/25	美股財報深度解析： 市場活絡帶旺投資銀行股，需求支撐航空股高飛
04/26	經濟放緩但通膨升溫，Fed 的政策選擇牽動投資人布局循環股的思維
04/29	美股財報前瞻暨回顧： AI 題材化作營收，Google/微軟引領大盤止穩
04/30	第一季資金水位大增，支撐新台幣資產價格續漲
05/02	市場陷入記憶體不足的短暫當機，但目前並非停滯性通膨，中長線多頭格局未變
05/03	AI、車用晶片成半導體設備為日本半導體業者兩大營運動能
05/06	美股財報前瞻暨回顧： 財報季近尾聲，投資人目光轉向中小型股

國際金融市場焦點

04/02	04/03	04/08	04/09	04/10	04/11	04/12	04/15	04/16	04/17
04/18	04/19	04/22	04/23	04/24	04/25	04/26	04/29	04/30	05/02
05/03	05/06								

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
04/01	美國 2 月 PCE： 通膨延續下降趨勢，所得成長支撐消費
04/02	美國 3 月 ISM 製造業 PMI： 製造業景氣谷底回升，商品通膨蠢蠢欲動
04/08	美國 3 月份就業報告： 就業市場穩健，支撐經濟成長
04/08	3 月份 ISM 服務業 PMI 指數： 服務業溫和擴張，有助於通膨降溫
04/11	美國三月 CPI： 黏性通膨陰魂不散，Fed 今年降息不到三碼
04/17	美國 3 月零售銷售、工業生產皆優於預期，受消費者支出韌性支持
04/24	美國房市： 3 月房屋整體銷售下降，復甦力度持續受高利率拖累
04/26	美國第一季 GDP： 美國經濟看似放緩，實則是從過熱中降溫，惟降溫結構不佳
04/26	美國 3 月耐久財訂單： 耐久財訂單普遍回溫，但資本支出意願仍略顯疲軟
04/29	美國 3 月 PCE： 通膨居高不下、經濟仍保持韌性，降息恐再延遲
05/03	美國 4 月 ISM 製造業 PMI： 製造業仍在築底階段，商品通膨加溫
05/06	經濟數據評析 - 美國 4 月 BLS 就業報告： 勞動市場降溫，經濟朝向軟著陸
05/06	經濟數據評析 - 美國 ISM 服務業 PMI： 服務業成長放緩，通膨壓力仍存

日本

日期	報告標題
04/02	日本 Q1 短觀報告： 製造業、非製造業景氣續處擴張區間，整體經濟持續復甦
04/09	日本 2 月份勞工薪資： 勞工薪資穩健成長，提供日銀後續調整政策理由
04/18	日本 3 月份進出口 - 受惠主要外貿夥伴今年經濟穩健成長，日本出口可望持續好轉
04/22	日本 3 月份 CPI - 通膨續高於日銀目標，提供央行政策調整理由
04/29	日本 4 月份央行利率決議 - 實現通膨目標可能性逐步增加，央行或於下半年再度調升利率
05/02	日本 3 月份工業生產 - 國內、內外需求改善，帶動工業生產、信心逐步回溫

歐元區

日期	報告標題
04/10	歐元區銀行貸款調查： 貸款條件趨於寬鬆、需求持續回溫，整體金融環境趨穩
04/26	歐元區 4 月 S&P Global PMI： 經濟復甦，通膨壓力仍存

04/30	歐元區經濟信心： 製造業及服務業雙雙降溫，通膨壓力有望放緩
-------	---

台灣

日期	報告標題
04/02	台灣 3 月 PMI、NMI： 製造業持續不景氣，非製造業熱度升溫
04/10	台灣 3 月 CPI： 年節服務漲價效應淡化，水果及蛋類供給回穩，CPI 上漲率回落
04/11	台灣 3 月出口： 人工智慧商機與庫存回補需求加持，出口雙位數成長
04/23	台灣 3 月外銷訂單： 新興科技需求熱絡與終端需求回升，外銷訂單年率恢復小增
04/24	台灣 3 月工業生產、零售餐飲： 資訊電子需求，帶動工業生產年率轉正，零售及餐飲業成長雖放緩，但仍符合、高於預期
04/29	台灣 3 月景氣指標： 燈號續亮象徵景氣穩定的綠燈，領先指標續揚
05/02	台灣第 1 季 GDP： 外需加溫，帶動資本形成恢復，加以民間消費穩健成長，經濟成長進一步攀高
05/03	台灣 4 月 PMI、NMI： 製造業不景氣減弱，非製造業熱度升溫

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