

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

顏承暉

fattiger@yuanta.com

黃雍漢

Johan.Huang@yuanta.com

賴怡欣

YiSin.Lai@yuanta.com

➤ 評論

- Fed 對通膨趨勢降溫的信心肯定是下降的: 過去一周所公布的經濟數據肯定不足以讓 Fed 有「更多的信心」相信通膨正在下降。因此，在本週三 (5/1) 的 FOMC 會議中，Fed 釋放「沒有」降息迫切性的訊息。
- 只要鮑爾不要提及需要重啟升息就不算鷹派: 然而，考量到目前市場訂價首次降息時點在 9 月，且全年可能只有一次降息，因此我們認為僅僅推遲降息並不足以形成市場利空。我們認為，在這次的 FOMC 會議中，只要 Fed 不要提及重啟升息，就不算鷹派。主要的原因在於，12 個月後遠期聯邦資金利率期貨隱含的聯邦資金利率已經回到去年 11 月 1 日的水準，而當時 Fed 還沒有向市場暗示本輪升息已經結束，Fed 是直到卻年 12 月會期以及今年 1 月會期才正式向外溝通本輪升息已經結束。一個簡單的判斷標準就是 FOMC 的會後聲明，假設 FOMC 的會後聲明用字沒有太大改變，則意味著 Fed 的貨幣政策立場沒有太大的改變。
- 如果褐皮書是 Fed 貨幣政策決議重要的參考指標，Fed 應該不會明示升息可能: 1) 包含密西根大學消費者信心指數、S&P Global 美國 PMI、領先指標...等數據顯示 4 月後美國經濟正在降溫；2) 4/17 發布的褐皮書對經濟的看法保守、認為薪資成長正在向疫情前水準降溫，還提到受訪者預期通膨將會在一個緩慢的速度保持穩定。
- 克里夫蘭 Fed 最新研究指出，褐皮書對於經濟具有高度的預測力: 克里夫蘭 Fed 三位經濟學家利用自然語言處理技術，建構一個指數來量化過去 50 年褐皮書所對應的經濟狀況，根據他們的研究，褐皮書可以比 GDP 更即時的判定經濟是否陷入衰退。
- 有鑑於褐皮書是 Fed 制定貨幣政策的重要參考依據，而該份報告顯示 4 月起美國經濟、消費、勞動市場有可能減速，且受訪者仍然預期通膨降溫，再加上 4 月起的經濟數據有轉弱的跡象，在考量到目前美國實質利率處在 2007 年以來最高，再加上這次 FOMC 會議聯準會不會公布經濟預測，Fed 比較可能採取的是觀望的策略。
- 除了週三的 FOMC 會議外，市場關注的焦點應該擺在 JOLTs 職位空缺數(5/1)、ISM 製造業指數(5/1)、ISM 服務業指數(5/3)以及勞動部就業報告(5/3)。考量消費者開始對於勞動市場的信心下滑，ISM 服務業指數與 S&P Global 中就業指數下滑到 50 以下，因此預料 JOLTs 職位空缺數將會較前月減少，表明勞動市場供需逐漸趨於平衡。在週五(5/3)美國勞動部的就業報告中，考量到 4 月美國請領失業金人數依然處在低檔，預料非農新增就業仍然在 20 萬人以上、失業率保持在 3.8%的水準。但考慮到職缺數的下滑，我們仍然預料薪資年增率將會持續放緩。
- 考量 4 月 S&P Global 美國製造業 PMI 從 51.9 下滑到 49.9，且區域 Fed 製造業指數多數較前月下滑，這將導致 4 月美國 ISM 製造業指數較前月下滑。不過考量到 ISM 製造業指數與 S&P Global PMI 最大的差別在於後者要求受訪者只針對美國情況做回答，因此 ISM 製造業指數更反映全球製造業的狀態，而全球其他國家在庫存去化結束後正逐漸落底，因此預料 ISM 製造業指數不會像 S&P Global 製造業 PMI 般跌落到 50 以下。至於週五(5/3)要公布的 ISM 服務業指數，考量到 S&P Global 服務業指數從 51.7 下滑到 50.9，且各分區 Fed 調查顯示 4 月景氣好壞參半，加上褐皮書表明消費活動大致不變，因此我們也預料 4 月 ISM 服務業指數將會較前月下滑，只不過在勞動市場仍然保持擴張下，消費仍將保持韌性，預料 ISM 服務業指數仍將保持在 50 以上。

一、經濟觀點：FOMC 需要更多的時間而不是空間來完成通膨降溫的工作

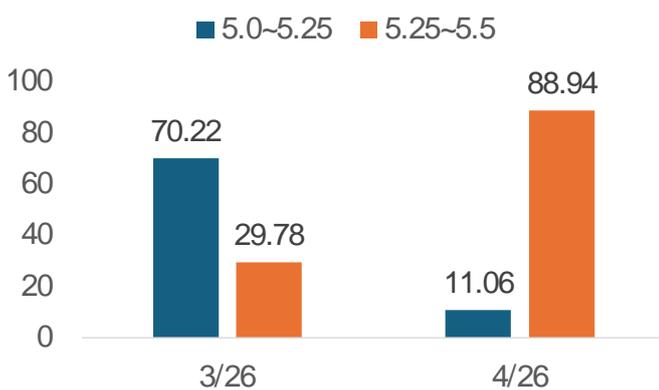
Fed 對通膨趨勢降溫的信心肯定是下降的

過去一周所公布的經濟數據肯定不足以讓 Fed 有「更多的信心」相信通膨正在下降：PCE 意外加速、GDP 顯示經濟處在供不應求的狀態、個人消費支出與所得均在加速、密大消費者信心的短期通膨預期上升、初次請領失業金人數意外下滑...，這一系列的經濟數據表明，美國經濟仍然保持韌性、勞動市場仍然緊張、通膨仍然上行。因此，在本週三 (5/1) 的 FOMC 會議中，Fed 釋放「沒有」降息迫切性的訊息。

然而，市場並非天真的期待這次的 FOMC 會議會有鴿派的訊息，根據芝商所的 Fed Watch，一個月前市場還樂觀的期待，Fed 首次降息的時點應該是落在今年六月(圖 1-1)，但上週五(4/26)市場卻只有微弱的信心認為首次降息的時點應該是落在今年 9 月(圖 1-2)，且全年最有可能的累計降息幅度只有一碼，只有 40%的機率可能降息 2 碼以上，甚至還有兩成的機率認為今年 Fed 都不會降息了(圖 1-3)。

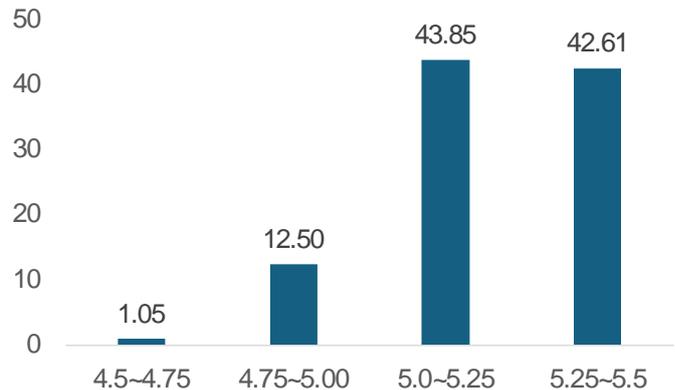
在這樣市場的訂價基礎上，現在要討論的問題是，到底本週三 FOMC 會期釋放怎樣的訊息叫做符合市場預期、什麼樣的訊息叫做鴿派、什麼樣的訊息叫做鷹派？

圖 1-1：今年 6 月聯邦資金利率預測



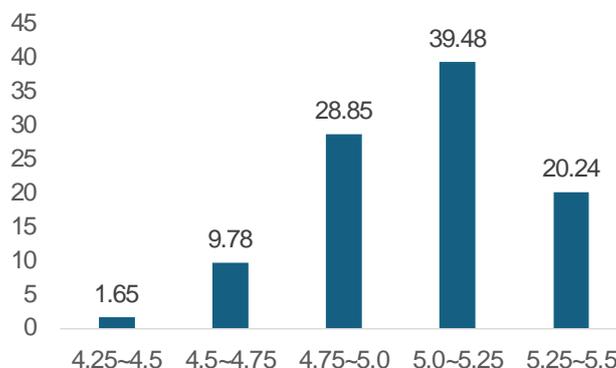
資料來源：CBOE、元大投顧

圖 1-2：今年 9 月各情境聯邦資金利率機率



資料來源：CBOE、元大投顧

圖 1-3：今年 12 月各情境聯邦資金利率機率

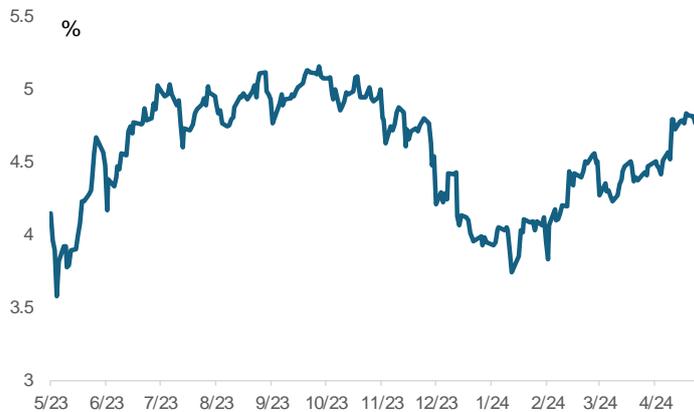


資料來源：CBOE、元大投顧

只要鮑爾不要提及需要重啟升息就不算鷹派

我們認為，在這次的 FOMC 會議中，只要 Fed 不要提及重啟升息，就不算鷹派。事實上，藉由觀察 12 個月以後的聯邦資金利率期貨所隱含的聯邦資金利率，市場是在去年 12 月起形成強烈的降息預期(圖 1-4)，而比對去年 11 月及 12 月 FOMC 會後聲明稿可知，最大的變化在於 12 月時 Fed 隱晦的宣布「本輪升息結束」。在去年 11 月 FOMC 會後聲明稿的第三段，Fed 表示「在確定進一步政策收緊的程度是否適當以使通膨逐漸回歸 2%時，委員會將考慮貨幣政策的累積收緊、貨幣政策對經濟活動和通脹影響的時滯，以及經濟和金融發展 (In determining the extent of additional policy firming that may be appropriate to return inflation to 2 percent over time, the Committee will take into account the cumulative tightening of monetary policy, the lags with which monetary policy affects economic activity and inflation, and economic and financial developments.)。」但在 12 月的會後聲明稿中，Fed 在「進一步政策收緊的程度」之前新增 any 一詞，且 Fed 主席鮑爾在會後記者會表示，他不認為進一步升息是適當的(當時他還進一步表示，他不能完全排除這個可能性)。也就是說，從去年 12 月起 Fed 的利率政策就是不對稱性的，也就是 Fed 移除掉可能需要升息的選項，令市場單向的產生降息預期。

圖 1-4：12 個月後遠期聯邦資金利率期貨隱含聯邦資金利率



資料來源：Bloomberg、元大投顧

考慮到目前 12 個月後聯邦資金利率期貨隱含的聯邦資金利率已經回到去年 11 月 1 日的水準(當時 Fed 還沒有表明本輪升息已經結束)，只要本周 FOMC 會議沒有提及需要重新升息，對市場來說就不會是重大利空。

那什麼叫做沒有提及需要重新升息？

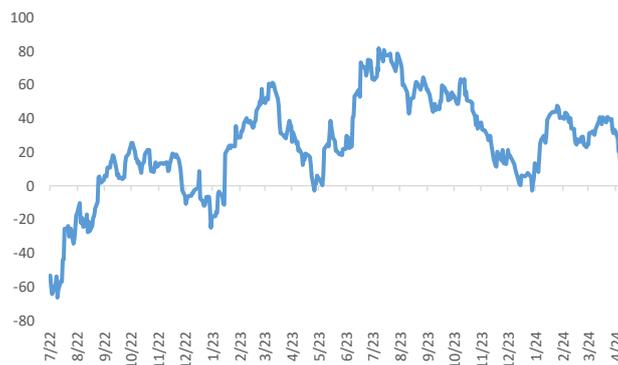
一個簡單的判斷標準就是 FOMC 的會後聲明，假設 FOMC 的會後聲明用字沒有太大改變（特別是第三段關於貨幣政策決議以及前瞻指引），則意味著 Fed 的貨幣政策立場沒有太大的改變，即 Fed 將維持利率不變直到有更多的信心通膨向 2% 靠近。

如果褐皮書是 Fed 貨幣政策決議重要的參考指標，Fed 應該不會明示升息可能

儘管包含 GDP、PCE 通膨、初次請領失業金人數...等統計數據表明持續的高利率並沒有讓美國經濟降溫，但我們依然認為，Fed 在這次的會議中，應該不會明示升息可能。主要是基於以下幾點考量：

- 一、較近期的經濟數據表明 4 月起美國經濟可能正在放慢：目前超乎預期的經濟數據大多是 1~3 月的數據(僅請領失業金人數有 4 月以後的資訊)。不過，透過一些調查資料可知，4 月後美國經濟可能正在降溫，包含：密西根大學消費者信心指數、S&P Global 美國 PMI、領先指標...等。這些較即時的統計惡化令花旗美國經濟驚奇指數從 4/11 起就轉折向下，指數從 4/11 的 41.1 下滑到 4/26 的 15.1，降至今年 1 月水準(圖 1-5)。

圖 1-5：花旗美國經濟驚奇指數



資料來源：Bloomberg、元大投顧

二、褐皮書對經濟前景看法趨於保守：在 4/17 發布的褐皮書中，Fed 用輕微(slightly)的字眼形容經濟成長速度，代表受訪者認為美國經濟成長並不快。此外，儘管 3 月消費成長加速，但 4 月褐皮書用幾乎沒有成長(barely increased)來形容消費。褐皮書還表示製造業輕微下滑(declined slightly)。對於未來經濟前景，褐皮書的受訪者表示審慎樂觀(cautiously optimistic)，該字眼比起 3 月的普遍樂觀(generally positive)下修。

三、褐皮書對勞動市場的看法也非特別樂觀：褐皮書用輕微的成長速度(slight pace)來形容就業成長，且受訪者預期薪資成長的速度正在向疫情前的速度降溫。

四、褐皮書也沒有認為通膨正在升溫：褐皮書是用「有節制(modest)」的字眼形容物價上漲速度，這比起前次報告形容物價壓力持續明顯下修。此外，受訪者預期通膨將會在一個緩慢的速度保持穩定。

克里夫蘭 Fed 最新研究指出，褐皮書對於經濟具有高度的預測力

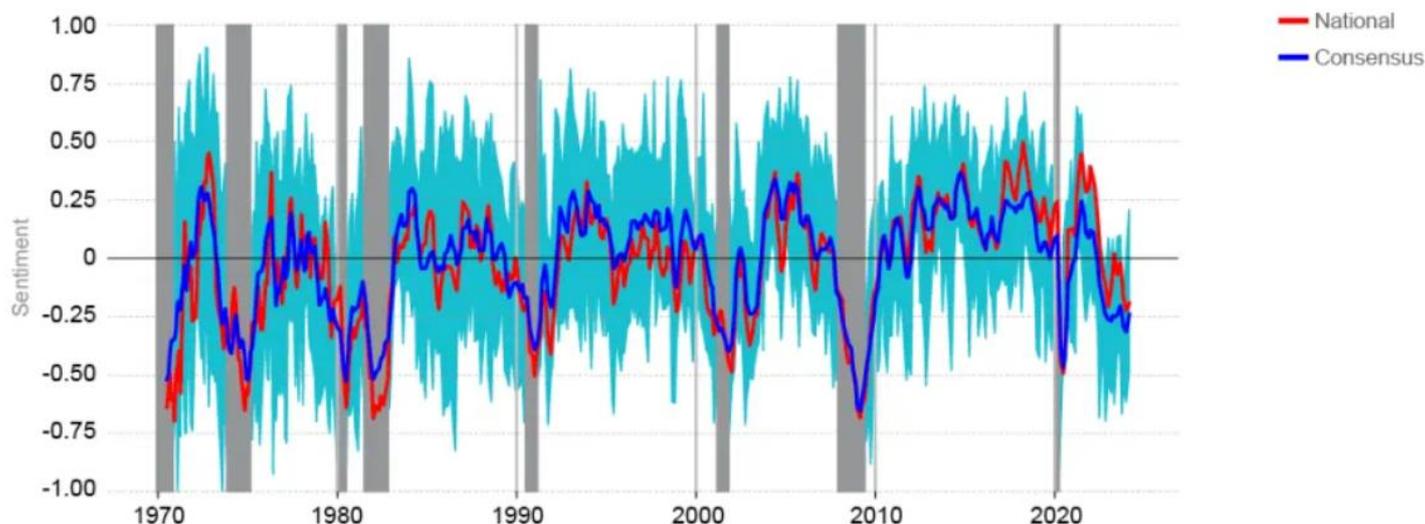
從上面的分析可知，即便在超乎預期的 GDP 平減指數、PCE、初次請領失業金人數後，我們仍然認為 Fed 在本週 FOMC 會議應該不會釋放可能需要重啟升息的看法，主要是基於 4 月起美國經濟可能開始降溫以及通膨仍然維持降溫趨勢的論點，而這個論點主要是基於與目前經濟數據有高度落差的褐皮書。

所以現在要討論的問題有兩個，Fed 真的重視褐皮書嗎？褐皮書真的有預測力嗎？

聯邦公開市場操作委員會(FOMC)成員在開會前會收到兩份報告：褐皮書(Beige Book)以及藍皮書(Bluebook)，其中褐皮書是一份調查報告，作為統計數據的補充報告，他是由 12 個美國區域聯邦準備銀行針對轄區內商界領袖、經濟學家、銀行家以及其他市場參與者進行訪談所匯集而成的報告。而藍皮書則是 Fed 內部經濟學家們針對經濟預測以及相對應可能考慮的貨幣政策選項的報告。由於 Fed 只有對外公開褐皮書，因此可以作為市場預測貨幣政策可能方向的參考依據。這份報告之所以具有參考價值，除了他是 Fed 決策者制定貨幣政策所收到的兩份報告之一外，更重要的是褐皮書因為調查時間的關係，所以通常會包含比許多剛發布的經濟統計數據更為及時的新信息。

至於褐皮書是否真的具有預測力，克里夫蘭 Fed 三位經濟學家(Ilias Filippou、Christian GarciaJames、Mitchell My T. Nguyen)給出了答案，即褐皮書的確具有高度的預測力。他們利用自然語言處理技術，建構一個指數來量化過去 50 年褐皮書所對應的經濟狀況，根據他們的研究，褐皮書可以比 GDP 更即時的判定經濟是否陷入衰退(圖 1-6)。也因為如此，我們相信 Fed 在制定貨幣政策時，相當程度的會參考褐皮書的資訊。

圖 1-6：褐皮書經濟觀感指數



註：陰影區是 12 個分區褐皮書所對應的經濟觀感上下緣，Consensus 是 12 個分區經濟觀感的簡單平均；藍線為褐皮書全國摘要所對應的經濟觀感

資料來源：Bloomberg、元大投顧

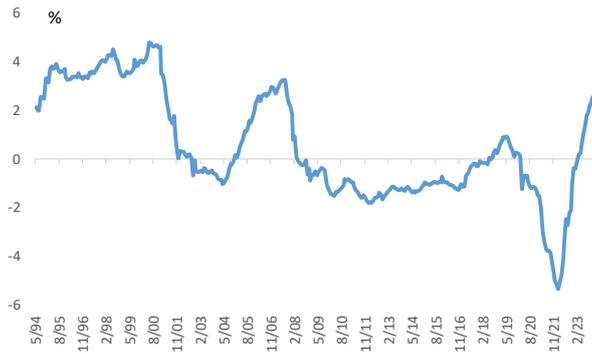
預料 Fed 將會維持觀望的立場，避免市場產生升息預期

有鑑於褐皮書是 Fed 制定貨幣政策的重要參考依據，而該份報告顯示 4 月起美國經濟、消費、勞動市場有可能減速，且受訪者仍然預期通膨降溫，再加上 4 月起的經濟數據有轉弱的跡象，在考量到目前美國實質利率處在 2007 年以來最高(聯邦資金利率-核心 PCE 年增率，圖 1-7)，再加上這次 FOMC 會議聯準會不會公布經濟預測，Fed 比較可能採取的是觀望的策略，也就是傳達以下幾點訊息：

- 一、 近期的通膨資料的確無法給 Fed 關於通膨降溫更多的信心，因此需要更多的時間讓限制性的貨幣政策發揮功效，但考量到市場已經定價全年只會降息一碼，這樣的說法稱不上鷹派。
- 二、 Fed 仍然需要更多的數據提供 Fed 關於通膨降溫的更多信心，來決定何時降息。這樣的說法表明，Fed 可能的下一步仍然是降息，而非升息，這對於穩定市場信心是有幫助的。
- 三、 勞動市場供需逐漸趨於平衡：鮑爾在這次的會後記者會可望持續表明，目前勞動市場受到移民的影響供給明顯提升，這導致勞動市場統計的強勁與供需趨於平衡並不衝突，工資通膨壓力也將逐漸恢復正常。

透過上述的說法，回應通膨降溫緩慢令 Fed 延後降息，但 Fed 目前仍然認為本輪升息已經結束的看法。

圖 1-7：實質聯邦資金利率

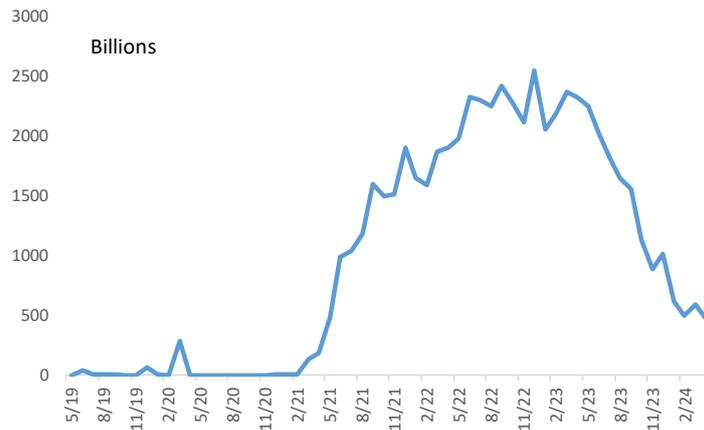


資料來源：Bloomberg、元大投顧

別忘了這次 Fed 還要宣布減碼 QT

根據 4/11 發布的 3 月 FOMC 會期會議紀錄，「絕大多數 (vast majority)」官員認為「相當快 (fairly soon)」要啟動縮表減碼，這意味著當時 Fed 內部對於何時啟動減碼 QT 已經有廣大的共識，我們認為 Fed 會依照當時 Fed 內部職員的建議，在這次會議中，Fed 會宣布即將把美國公債的 QT 速度從每個月 600 億美元縮減到 300 億美元。具體的實行時間可能是 6 月會期後，主要的原因在於隨著繳稅季的來臨，4 月起美國 ON RRP 餘額下滑的速度放慢，截至 4/26 仍有 4696 億美元，這意味著 Fed 沒有急迫性一定要在這次的會期後就立刻執行減碼 QT(圖 1-8)。Fed 應該會表示，減碼 QT 不代表放鬆貨幣政策緊縮，而是為了確保貨幣政策正常化的過程中不要造成市場意外的緊張，進而確保 QT 可以持續下去。無論如何，減碼 QT 可以保持近期貨幣市場的流動性，降低金融風險發生的機率。

圖 1-8：ON RRP 餘額



資料來源：Bloomberg、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

本周市場關注焦點莫過於週三(5/1)的 FOMC 會議，不過正如我們在前段章節的討論，考量到目前市場只有訂價全年降息一碼，除非 Fed 重新拋出需要再度升息的議題，否則都不算是市場重大利空。而我們認為考慮到較即時的經濟數據出現降溫跡象，且褐皮書對經濟與勞動市場的判斷不算太過樂觀，且預期通膨逐漸回到疫情前水準，我們預料本次 FOMC 會議將不會拋出再次升息的議題。

除了週三的 FOMC 會議外，市場關注的焦點應該擺在 JOLTs 職位空缺數(5/1)、ISM 製造業指數(5/1)、ISM 服務業指數(5/3) 以及勞動部就業報告(5/3)。近期消費者信心報告顯示，消費者開始對於勞動市場的信心下滑，3 月 ISM 服務業指數中就業指數下滑到 50 以下，而 4 月 S&P Global PMI 顯示第二季美國勞動需求減弱，因此預料 JOLTs 職位空缺數將會較前月減少，表明勞動市場供需逐漸趨於平衡。在週五(5/3)美國勞動部的就業報告中，考量到 4 月美國請領失業金人數依然處在低檔，預料非農新增就業仍然在 20 萬人以上，遠超過長期平均，這還將令失業率保持在 3.8%的水準。但正如 Fed 所說，近期就業的快速成長主要是因為移民讓勞動供給增加，因此強勁的就業成長與勞動市場逐漸趨於平衡的論述並不違背，加上考慮到職缺數的下滑，我們仍然預料薪資年增率將會持續放緩，美國並沒有明顯的薪資通膨螺旋上升壓力，這將令市場相信 Fed 的確沒有急迫性需要再度升息。

至於週三(5/1)公布的 ISM 製造業。考量 4 月 S&P Global 美國製造業 PMI 從 51.9 下滑到 49.9，且區域 Fed 製造業指數多數較前月下滑，我們認為在疫情期間過度購買的製造品汰舊換新年限尚未到達下，製造品終端需求依然不夠，這將導致 4 月美國 ISM 製造業指數較前月下滑。不過考量到 ISM 製造業指數與 S&P Global PMI 最大的差別在於後者要求受訪者只針對美國情況做回答，因此 ISM 製造業指數更反映全球製造業的狀態，而全球其他國家在庫存去化結束後正逐漸落底，因此預料 ISM 製造業指數不會像 S&P Global 製造業 PMI 般跌落到 50 以下。至於週五(5/3)要公布的 ISM 服務業指數，考量到 S&P Global 服務業指數從 51.7 下滑到 50.9，且各分區 Fed 調查顯示 4 月景氣好壞參半(紐約經濟活動指數跌落至收縮、費城經濟活動放慢)，加上褐皮書表明消費活動大致不變，因此我們也預料 4 月 ISM 服務業指數將會較前月下滑，只不過在勞動市場仍然保持擴張下，消費仍將保持韌性，預料 ISM 服務業指數仍將保持在 50 以上。

除此之外，本週國際間還有些重大的數據與經濟事件：

- 週二(4/30)美國勞動成本指數: 考量美國有 25 個州加上華盛頓特區在今年第一季調升最低薪資平均達 5.8%，預料這將會提高第一季美國勞動成本，因此第一季美國勞動成本將會加速成長。
- 週二(4/30)S&P Case-Shiller 房價指數: 考慮到美國餘屋庫存仍然偏低，預料 2 月美國房價將會維持前月的成長速度。
- 週二(4/30) 經濟諮商局消費者信心指數: 考量勞動市場供需逐漸趨於平衡，這將令消費者認為勞動市場不再這麼熱絡，加上高通膨與高利率排擠掉消費者實質購買力，預料消費者信心將會較前月下滑。
- 週二(4/30)歐元區 CPI: 考量到能源成本的上升，我們預計 4 月歐元區 CPI 年增率將會持平，但交通費用以及飯店與餐廳費用的降溫，預料 4 月歐元區核心通膨年增率將會較前月降溫，這將強化 6 月 ECB 降息的立場。
- 週二(4/30)歐元區 GDP: 第一季歐元區綜合 PMI 平均為 49.1，遠高於去年第四季的 47.2，顯示在貨幣政策的不確定性降低、勞動市場依然維持韌性下，歐元區經濟逐漸築底，因此預料今年第一季歐元區 GDP 將會擺脫衰退，恢復微弱的正成長。
- 週二(4/30)台灣 GDP: 內需維持熱度，加上外需回暖，以及低基期效應加持，預期 2024 年第 1 季台灣 GDP 年增率可望再度締造亮眼成績。
- 週二(4/30)日本失業率: 日圓貶值令國際旅客湧入日本推升服務業的勞工需求，而製造業庫存去化循環的結束也令製造業的人力需求提高，因此預料 3 月日本求才求職比上升、失業率下滑，顯示勞動市場更趨吃緊。
- 週二(4/30)日本工業生產: 隨著逐漸走出 1~2 月間因為車廠醜聞導致汽車生產暫時性停工，預料遞延的訂單需求以及製造業庫存去化結束的補庫存需求會令 3 月日本工業生產反彈。
- 週二(4/30)中國官方 PMI: 由於工作天數的減少、出口與消費的疲軟、服務業淡季等因素的影響，4 月中國製造業與服務業 PMI 都會較前月下滑。

- 週四(5/2)台灣 PMI: 考量季調後總指數、新訂單、生產指數均走低，加上業者對未來 6 個月展望值樂觀程度仍低於歷年同月平均，預期 4 月季調後製造業 PMI 雖將延續緩步改善趨勢，但仍不易重返擴張狀態。

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
04/30/2024 20:30	Employment Cost Index	1.00%	0.90%
04/30/2024 21:00	S&P CoreLogic CS 20-City MoM SA	0.10%	0.14%
04/30/2024 22:00	Conf. Board Consumer Confidence	104	104.7
04/30/2024 22:00	Conf. Board Present Situation	--	151
04/30/2024 22:00	Conf. Board Expectations	--	73.8
05/01/2024 20:15	ADP Employment Change	180000	184000
05/01/2024 21:45	S&P Global US Manufacturing PMI	49.9	49.9
05/01/2024 22:00	JOLTS Job Openings	8.68E+06	8.76E+06
05/01/2024 22:00	ISM Manufacturing	50.1	50.3
05/02/2024 02:00	FOMC Rate Decision (Upper Bound)	5.50%	5.50%
05/02/2024 02:00	FOMC Rate Decision (Lower Bound)	5.25%	5.25%
05/02/2024 20:30	Initial Jobless Claims	210000	207000
05/02/2024 20:30	Continuing Claims	1.80E+06	1.78E+06
05/02/2024 22:00	Factory Orders	1.60%	1.40%
05/03/2024 20:30	Change in Nonfarm Payrolls	250000	303000
05/03/2024 20:30	Unemployment Rate	3.80%	3.80%
05/03/2024 20:30	Average Hourly Earnings MoM	0.30%	0.30%
05/03/2024 20:30	Labor Force Participation Rate	62.70%	62.70%
05/03/2024 21:45	S&P Global US Services PMI	50.9	50.9
05/03/2024 21:45	S&P Global US Composite PMI	--	50.9
05/03/2024 22:00	ISM Services Index	52	51.4

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
04/30/2024 07:30	Job-To-Applciant Ratio	1.26	1.26
04/30/2024 07:30	Jobless Rate	2.50%	2.60%
04/30/2024 07:50	Retail Sales MoM	-0.20%	1.50%
04/30/2024 07:50	Industrial Production MoM	3.50%	-0.60%
04/30/2024 13:00	Housing Starts YoY	-7.50%	-8.20%
05/02/2024 07:50	Monetary Base YoY	--	1.60%
05/02/2024 13:00	Consumer Confidence Index	39.7	39.5

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
04/29/2024 17:00	Consumer Confidence	--	-14.7
04/29/2024 17:00	Services Confidence	6.8	6.3
04/29/2024 17:00	Industrial Confidence	-8.5	-8.8
04/29/2024 17:00	Economic Confidence	96.7	96.3
04/30/2024 17:00	CPI Estimate YoY	2.40%	2.40%
04/30/2024 17:00	CPI MoM	0.60%	0.80%
04/30/2024 17:00	CPI Core YoY	2.60%	2.90%
05/02/2024 16:00	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	45.6	45.6
05/03/2024 17:00	Unemployment Rate	6.50%	6.50%

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
04/30/2024 09:30	Composite PMI	--	52.7
04/30/2024 09:30	Manufacturing PMI	50.3	50.8
04/30/2024 09:30	Non-manufacturing PMI	52.2	53
04/30/2024 09:45	Caixin China PMI Mfg	51	51.1

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
04/30/2024 16:00	GDP YoY	5.60%	4.93%
05/02/2024 08:30	S&P Global Taiwan PMI Mfg	--	49.3

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

上週美國公布的 GDP 價格平減指數與 PCE 通膨率高於市場預期，加上 GDP 結構以及 PCE 報告顯示經濟呈現過熱狀態，而初次請領失業金人數意外的下滑，又令投資人相信這樣的過熱狀態可能持續到第二季，因此市場大幅下修對於今年 Fed 降息的預期，目前市場預測今年首次降息時點可能延後到 9 月，且全年只會降息一碼。不過 S&P Global PMI 意外下滑，且高利率下耐久財訂單顯示美國投資成長不快，暗示著 4 月起美國經濟存在下行風險。因此我們認為本週 FOMC 會議，Fed 只會延後降息時點，但不會重新拋出再次升息的議題。

- **4月 S&P Global PMI:** S&P Global 公布 4 月份製造業 PMI 初值由 51.9 降至 49.9，低於市場預期之 52，為四個月以來的低點；4 月份服務業 PMI 由前月的 51.7 下降至 50.9，低於市場預期的 52，創下五個月以來低點；4 月份綜合 PMI 由 52.1 下降至 50.9，低於市場預期的 52，創去年 8 月以來的最大跌幅。4 月綜合新訂單總量出現六個月來首降，商業信心也降至去年 11 月以來的最低水準。主要受到利率上升和價格上漲，限制消費者對服務業的需求。製造業和服務業擴張皆放緩，帶動企業近四年來首次縮減就業規模，反映需求疲弱下，預期商業活動將進一步放緩。4 月的價格增速較 3 月的高點有所放緩，反映通膨降溫趨勢仍在。總結而言，美國經濟在第二季的開頭呈現放緩的跡象，而服務業就業市場縮減，有利於通膨保持降溫格局。
- **3 月份耐久財訂單:** 3 月份耐久財訂單延續上個月的上升趨勢，月變動率由前月修正值月增 0.7% (初值為月增 1.3%) 上升至月增 2.6%，優於市場預期月增 2.5%；2 月份扣除飛機非國防資本財訂單增速放緩，月變動率由前月修正值月增 0.4% (初值為月增 0.7%) 下降至月增 0.2%，符合市場預期。3 月耐久財訂單回升主要受運輸設備訂單增漲所帶動，不過廠商資本支出意願仍偏疲弱，因此資本財訂單僅呈現小幅上升，並且增速放緩。
- **第一季 GDP:** 第一季 GDP 季增率為 1.6%，由前次季增 3.4% 大幅放緩，低於市場預期的季增 2.5%；核心個人消費支出價格指數季增 3.7%，由前次季增 2.0% 加速，高於市場預期的季增 3.4%。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%，但這並非良性的經濟降溫，因為造成經濟成長減速的主因在於淨出口負貢獻 GDP 0.86% (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，第一季美國國內銷售年化季增率只有從 3.5% 下滑到 2.8%，連續第五個季度高於 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
- **3 月 PCE:** 3 月 PCE 價格平減指數月增率為 0.3%，與前月 0.3% 相當，符合市場預期；年增率則為 2.7%，高於上月的 2.5%，超出市場預期 2.6%；核心 PCE 價格平減指數月增率為 0.3%，與前月 0.3% 持平，符合市場預期；年增率持平於 2.8%，超出市場預期 2.7%；超級核心通膨 (不含租金的核心服務) 月增率從 0.2% 加速到 0.4%，年增率由 3.4% 上升至 3.5%；個人所得月增率從 0.3% 加速到 0.5%，符合市場預期的 0.5%；個人消費支出月增率持平於 0.8%，高出市場預期的 0.6%。3 月份 PCE 報告持續顯示美國目前由於勞動市場維持穩健，持續增長的薪資支撐消費動能延續，在消費動能維持強韌之下，通膨的降溫實屬不易，服務及房租通膨持續展露黏性，所幸商品通膨降溫使得通膨漲勢略微的受到抑制，不過考量到目前製造業庫存循環已經告一段落，商品類通膨不太可能再如過去一年般扮演去通膨的力量，恐使後續通膨的降溫更為崎嶇。

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
04/23/2024 21:45	S&P Global US Manufacturing PMI	52	49.9	51.9	--
04/23/2024 21:45	S&P Global US Services PMI	52	50.9	51.7	--
04/23/2024 21:45	S&P Global US Composite PMI	52	50.9	52.1	--
04/23/2024 22:00	New Home Sales	668000	693000	662000	637000
04/24/2024 20:30	Durable Goods Orders	2.50%	2.60%	1.30%	0.70%
04/25/2024 20:30	GDP Annualized QoQ	2.50%	1.60%	3.40%	--
04/25/2024 20:30	Personal Consumption	3.00%	2.50%	3.30%	--
04/25/2024 20:30	Core PCE Price Index QoQ	3.40%	3.70%	2.00%	--
04/25/2024 20:30	Initial Jobless Claims	215000	207000	212000	--
04/25/2024 20:30	Continuing Claims	1.81E+06	1.78E+06	1.81E+06	1.80E+06
04/25/2024 22:00	Pending Home Sales MoM	0.40%	3.40%	1.60%	--
04/26/2024 20:30	Personal Income	0.50%	0.50%	0.30%	--
04/26/2024 20:30	Personal Spending	0.60%	0.80%	0.80%	--
04/26/2024 20:30	PCE Deflator MoM	0.30%	0.30%	0.30%	--
04/26/2024 20:30	PCE Deflator YoY	2.60%	2.70%	2.50%	--
04/26/2024 20:30	PCE Core Deflator MoM	0.30%	0.30%	0.30%	--
04/26/2024 20:30	PCE Core Deflator YoY	2.70%	2.80%	2.80%	--
04/26/2024 22:00	U. of Mich. Sentiment	77.9	77.2	77.9	--
04/26/2024 22:00	U. of Mich. 1 Yr Inflation	3.10%	3.20%	3.10%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

日本

- **日銀貨幣政策決議**：日本央行將政策利率維持於 0%~0.1% 區間不變，符合市場預期；對國債、商業本票及公司債的購買維持與上個月會議決定相同，且會後總裁植田和男表示，未有委員反對維持現階段每個月 6 兆日圓公債購買；重申金融環境在一段時間內維持寬鬆不變；但同時表示，若通膨走強，則央行將調整貨幣政策寬鬆程度因應。考量日本央行最新經濟預測，上調 2024、2025 財年通膨預期，且預計 2026 財年(扣除新鮮食品)CPI 預測為 1.9%，加上會後記者會總裁植田和男重申，實現通膨目標可能性正在增加，研判不排除日本央行將於下半年再度調整政策利率。然而，央行總裁植田和男會後提及，日本經濟仍然具高度不確定性，且對未來三個財年經濟成長率預測約處於 0.8%~1.0% 區間，顯示經濟成長維持溫和動能，料在此情況下，央行沒有大幅升息之必要性，亦呼應早前多位央行官員談話表示，對於貨幣政策調整抱持謹慎態度。整體而言，日本央行尚需時間觀察國內通膨及薪資達成正向循環的趨勢，預計六月份央行利率決議，有高機率再度維持政策利率不變，該次會議焦點或轉向央行是否調整第三季國債購買量。
- **東京 CPI**：4 月東京 CPI 年增率為 1.8%，低於前值的 2.6% 及預估值的 2.5%，結束連續兩個月的攀升；4 月東京(扣除新鮮食品後)CPI 年增率為 1.6%，低於預估值的 2.2%，為 2022 年 3 月來最低。東京都政府實施高中免學費措施，使公立、私立高中學費分別年減 94.5% 及 61.7%，分別對 CPI 帶來 -0.08 百分點及 -0.40 百分點的拖累，是本月東京通膨明顯降溫主要因素。與此同時，食品價格年增幅自 4.9% 降至 3.9%，亦為引導本月通膨降溫第二大因素來源。若扣除高中學費對本月東京通膨的影響，不包含新鮮食品的 CPI 年增率約為 2.1%，仍持續高於日本央行的 2% 目標水準，顯示國內通膨仍徘徊偏高水準，且學費減免一事並非全國統一，因此預計 4 月全國通膨仍將高於 2%，意味著將提供日本央行下半年政策調整理由。

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
04/23/2024 08:30	Jibun Bank Japan PMI Composite	--	52.6	51.7	--
04/23/2024 08:30	Jibun Bank Japan PMI Mfg	--	49.9	48.2	--
04/23/2024 08:30	Jibun Bank Japan PMI Services	--	54.6	54.1	--
04/25/2024 13:00	Leading Index CI	--	111.8	111.8	--
04/26/2024 07:30	Tokyo CPI YoY	2.50%	1.80%	2.60%	--
04/26/2024 07:30	Tokyo CPI Ex-Fresh Food, Energy YoY	2.70%	1.80%	2.90%	--
04/26/2024 11:22	BOJ Target Rate (Upper Bound)	0.10%	0.10%	0.10%	--
04/26/2024 11:22	BOJ Target Rate (Lower Bound)	0.00%	0.00%	0.00%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

歐元區

- **4月歐元區消費者信心**：歐元區四月份消費者信心指數由前值-14.9%微幅上升至-14.7%，低於市場預期的-14.5%。消費者信心指數連續第四個月提升，但漲幅由上個月的0.6個百分點縮小至0.2個百分點，且仍遠低於過去10年平均的-10.6%。消費者信心維持穩定，主要因為ECB表明6月份開始進行降息，利率環境轉趨寬鬆下，將有利借貸環境改善，此外加上食品價格下降帶動通膨降溫，且勞動市場維持強勁，提供消費者穩定的薪資收入以支撐消費支出，對家庭財務狀況的看法逐漸樂觀；再加上製造業庫存去化結束，在庫存回補需求的帶動下，也使的整體景氣逐漸築底回升，對於總體經濟形勢預期逐漸轉趨樂觀。

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
04/22/2024 22:00	Consumer Confidence	-14.5	-14.7	-14.9	--
04/23/2024 16:00	HCOB Eurozone Manufacturing PMI	46.5	45.6	46.1	--
04/23/2024 16:00	HCOB Eurozone Services PMI	51.8	52.9	51.5	--
04/23/2024 16:00	HCOB Eurozone Composite PMI	50.7	51.4	50.3	--
04/26/2024 16:00	M3 Money Supply YoY	0.60%	0.90%	0.40%	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

台灣

- **3月外銷訂單**：3月外銷訂單年率回升至1.2%，不如市場預期的4%。3月外銷訂單年率儘管不如市場預期，但已恢復成長，並且1~3月外銷訂單年減2.1%，雖未擺脫緊縮格局，但已連續第4季改善，且3月產品結構大致健康，主力的電子產品及資訊電子產品在新興科技應用需求熱絡帶動下同步成長，終端需求的回升也讓傳統貨品接單衰減幅度一致性收斂。展望未來，考量高效能運算及人工智慧等新興科技應用擴增，有助於深具競爭優勢的台灣半導體產業及伺服器相關供應鏈需求暢旺，加上外銷訂單金額動向指數雖然重回緊縮，但49.6高於歷年同月平均48.4，3月中華經濟研究院製造PMI中的新增出口訂單則恢復擴張55.6，並且今年4月工作天數20天，多於去年同期的17天，有利外銷訂單年率有所表現，因此預期4月外銷訂單年率將延續成長格局。

- **3月勞動市場統計:** 3月台灣就業人數較上月增加9千人至1,158.1萬人，失業人數月減1千人至40.5萬人；失業率月減0.01個百分點至3.38%，經過季節調整後的單周失業率持平在上月的3.40%，符合市場預測中位數3.4%(市場預測範圍3.38%~3.41%)，續居2000年12月後次低。在服務業與工業部門用人需求雙雙擴張下，3月台灣就業人數較上月成長，失業人數則隨年後轉職潮消退、初次尋職失業者減少而下降，使得單周失業率持平低檔。合計1~3月，就業人數較去年同期增加、失業人數減少、勞動力參與率上升、失業率下降，反映勞動市場穩健好轉。
- **3月工業生產、零售餐飲:** 3月工業生產指數年增3.99%，低於市場預期7.25%；3月零售業營業額年率放緩至0.7%，符合經濟部統計處預期區間0.3%~3.3%；3月餐飲業營業額年增13.6%，超出經濟部統計處預期區間8.8%~11.8%上界。3月工業生產增幅3.99%，雖然不如市場預期中位數，但在資訊電子工業大幅增產帶動下，仍順利轉正，增幅也高於過去十年同月平均3.29%。消費方面，儘管去年高基期，令3月零售營業額成長較為和緩，但營收金額仍創下歷年同月新高，餐飲業營收成長也仍超過1成，表現較預期強勁。展望未來，儘管美歐高利率持續限制終端需求回暖，且地緣政治問題持續干擾生產動能，但考量新興科技應用持續擴展，可望帶動半導體高階製程、伺服器等相关供應鏈，加上今年4月工作天數較多，且去年同月比較基期較低，預期4月工業生產增幅將進一步提升。消費方面，儘管營業額動向指數高於歷年同月平均，加以節慶、消暑、展店、旅運商機，可望挹注零售及餐飲業營收，但考量物價偏高、電價調漲、央行升息、食安事件可能制約消費意願，預期4月零售、餐飲業營業額年率將進一步放緩。
- **3月貨幣供給:** 受惠於外資淨匯入，3月狹義貨幣供給M1B年增率從上月的4.47%續升至5.38%，廣義貨幣供給M2年增率從上月的5.59%續揚至6.15%；銀行對政府債權成長下降，導致全體貨幣機構放款與投資年增率由上月的7.43%下滑至7.30%，不過若加計人壽保險公司放款與投資，以及全體貨幣機構轉列之催收款及轉銷呆帳金額，則調整後的全體金融機構放款與投資(以成本計價)年增率由上月底的6.40%上升為6.41%；證券劃撥存款餘額較上月增加564億至3兆5,126億元，創下歷史新高，並且股票市場融資餘額連續7個月增加至3,790億元，創下2011年2月後新高。3月台灣M2年增率6.15%、1~3月M2年增5.73%，皆處於央行M2成長參考區間2.5%~6.5%內，顯示央行貨幣政策適度，資金供應充裕，除非電價平均調漲11%，逆轉通膨放緩趨勢，否則央行並沒有繼3月意外升息半碼後再度升息的急迫性。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。與股市資金動能強弱息息相關、代表散戶投入股市意願高低、與股價指數升降正相關的證券劃撥餘額續歷史新高，並且反映散戶對股市投資信心的融資餘額攀升至多年新高，反映散戶投資股市意願趨於積極，有益台股交投持續熱絡。
- **3月景氣指標:** 3月景氣對策信號上升1分至30分，續亮象徵穩定的綠燈；3月同時指標不含趨勢指數連續第12個月上揚；3月領先指標不含趨勢指數連續第6個月上升。3月景氣對策信號綜合判斷分數從上月的29分上升至30分，連續5個月走揚，且維持象徵景氣穩定的綠燈，反映景氣趨穩。觀察9個構成項目，股價指數、海關出口值續亮代表熱絡的紅燈，工業生產指數、工業及服務業加班工時降為綠燈，製造業銷售量指數、製造業營業氣候測驗點續亮綠燈，機械及電機設備進口值、批發、零售及餐飲業營業額升格綠燈，貨幣總計數M1B升格黃藍燈，絕大多數指標燈號至少在穩定之上，結構健康。並且，3月領先指標不含趨勢指數連續第6個月上升，反映前景能见度持續提高，未來景氣可望進一步升溫。

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
04/22/2024 16:00	Unemployment Rate	3.40%	3.40%	3.40%	--
04/22/2024 16:00	Export Orders YoY	4.00%	1.20%	-10.40%	--
04/23/2024 16:00	Industrial Production YoY	7.25%	3.99%	-1.10%	-1.31%
04/24/2024 16:20	Money Supply M2 Daily Avg YoY	--	6.15%	5.59%	--
04/24/2024 16:20	Money Supply M1B Daily Avg YoY	--	5.38%	4.47%	--
04/26/2024 16:00	Monitoring Indicator	--	30	29	--

資料來源: Bloomberg、元大投顧

中國

- **3月工業企業利潤:** 第一季工業企業利潤年增率 4.3%，明顯低於今年 1~2 月的 10.2%，低於市場預期。值得注意的是，由於去年比較基期較低，因此 3 月中國工業企業利潤下滑顯示經濟下行，企業難以將上漲的成本轉嫁給消費者

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
04/22/2024 09:15	5-Year Loan Prime Rate	3.95%	3.95%	3.95%	--
04/22/2024 09:15	1-Year Loan Prime Rate	3.45%	3.45%	3.45%	--
04/27/2024 09:30	Industrial Profits YoY	--	-3.50%	--	--

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	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr
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	0.4
CPI	3.5	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.0	4.0	4.9
Core CPI	3.8	3.8	3.9	3.9	4.0	4.0	4.1	4.4	4.7	4.9	5.3	5.5
PCE	2.7	2.5	2.5	2.6	2.7	2.9	3.4	3.3	3.3	3.2	4.0	4.4
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	4.8
ISM 製造業 PMI	50.3	47.8	49.1	47.1	46.6	46.9	48.6	47.6	46.5	46.4	46.6	47.0
ISM 服務業 PMI	51.4	52.6	53.4	50.5	52.5	51.9	53.4	54.1	52.8	53.6	51.0	52.3
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	1348.0
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	679.0
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	4.2
營建許可(千套 SAAR)	1458.0	1523.0	1489.0	1493.0	1467.0	1498.0	1471.0	1541.0	1443.0	1441.0	1496.0	1417.0
失業率(%)	3.8	3.9	3.7	3.7	3.7	3.8	3.8	3.8	3.5	3.6	3.7	3.4
非農新增就業人數(千人)	303.0	270.0	256.0	290.0	182.0	165.0	246.0	210.0	184.0	240.0	303.0	278.0
平均時薪	4.1	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.5	4.5	4.7	4.7	4.6	4.7
央行利率(%)	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.3	5.3	5.2	5.0
美元指數	103.7	104.1	102.9	102.7	104.5	106.4	105.3	103.1	101.4	103.1	102.8	101.8

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	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr
出口	7.3	7.8	11.9	9.7	-0.2	1.6	4.3	-0.8	-0.3	1.5	0.6	2.7
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	-429.8
工業生產(MoM%)		-0.6	-6.7	1.2	-0.6	1.2	0.1	-0.4	-1.4	0.9	-1.0	0.3
核心機械訂單(MoM%)		7.7	-1.7	1.9	-3.7	-0.1	1.2	-0.2	-1.3	2.1	-5.2	3.2
製造業 PMI(Index)	49.9	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		2644.2	457.0	785.1	2040.8	2694.5	2824.9	2293.8	2775.0	1519.4	2010.1	1895.4
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)	2.6	2.8	2.0	2.3	2.5	2.9	2.8	3.1	3.1	3.3	3.2	3.4
勞工名目薪資		1.4	1.5	0.8	0.7	1.5	0.6	0.8	1.1	2.3	2.9	0.8
失業率(經季調)		2.6	2.4	2.5	2.5	2.5	2.6	2.6	2.6	2.5	2.6	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		0.1	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	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr
CPI	2.4	2.6	2.8	2.9	2.4	2.9	4.3	5.3	5.3	5.5	6.1	7.0
核心 CPI	2.9	3.1	3.3	3.4	3.6	4.2	4.5	5.3	5.5	5.5	5.3	5.6
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	45.6	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	96.3	95.5	96.1	96.5	94.2	93.9	93.9	94.0	94.8	95.7	96.7	98.9
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	6.6	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	4.5	4.4	4.3	4.0	3.9	3.7	3.5
EURUSD	1.09	1.08	1.09	1.09	1.08	1.06	1.07	1.09	1.11	1.08	1.09	1.10

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,%)		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	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023	2023
	Mar	Feb	Jan	Dec	Nov	Oct	Sep	Aug	Jul	Jun	May	Apr
CPI(YoY,%)	2.1	3.1	1.8	2.7	2.9	3.0	2.9	2.5	1.9	1.8	2.0	2.4
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	7.5
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	-22.6
製造業 PMI	47.9	48.1	48.0	46.8	46.8	47.1	48.2	45.5	46.1	48.3	41.3	42.8
服務業 PMI	53.5	52.3	53.5	56.0	56.2	53.2	53.5	54.3	55.7	54.6	52.0	55.8
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	-18.1
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	-13.3
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	-20.6
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	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	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	6.8
USDTWD	31.7	31.4	31.2	31.3	31.9	32.3	32.0	31.8	31.2	30.8	30.7	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
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 - 日銀總裁料重中金融寬鬆格局延續，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
03/25	市場風險監測 - FOMC 後美股大漲突破近期整理區間，為攻勢重拾一些動能；惟權值科技股高檔仍有賣壓湧現，投資人仍應保持警覺
03/25	總體經濟週報 - 放慢縮表速度意味著什麼？
03/25	日股週報 - 隨指數再創新高獲利了結需求出籠，日股或小幅拉回
03/27	原物料市場週報 - 多空因素交錯，油、金價短線區間整理；長期兩者皆具上行空間
03/29	雙率週報 - 聯準會官員鷹派談話、美元指數續強
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

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
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
03/25	日銀「碎步」的貨幣政策，加上美國經濟強勁，以致日圓走勢由美元主導
03/26	抑制通膨預期，央行預防性升息半碼
03/27	美財政部減發國庫券，資金排擠效應暫時減退
03/28	股市泡沫若分為「萌芽」、「膨脹」、「破裂」三個階段，目前美股仍處於萌芽階段
03/29	美國耐久財訂單無法反映當前 AI 投資熱潮
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，美股看回不看不空
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

國際金融市場焦點

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	03/25	03/26	03/27	03/28
03/29	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	

經濟數據評析

美國

日期	報告標題
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
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

日本

日期	報告標題
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
03/29	日本 2 月份工業生產 - 暫時性負面因素逐步減弱，生產情勢可望逐步改善
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

歐元區

日期	報告標題
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
03/28	3 月份歐元區經濟信心指數： 製造業逐漸築底，服務業績保熱度
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

台灣

日期	報告標題
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
03/26	台灣 2 月工業生產、零售餐飲： 農曆年節錯月干擾，工業生產年率轉負，零售業營業額成長回彈，餐飲業營業額雙位數擴增
03/28	台灣 2 月景氣指標： 燈號續亮象徵景氣穩定的綠燈，領先指標續揚
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

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