

## 配置可開始往防禦靠攏

衰退最快可能在 4Q24~1H25 發生，可由股市評價全面性明確下修這個引信而洞燭機先

### 焦點內容

1. 美國 2Q GDP 數字優於預期，但下半年景氣仍將持續下行，勞動市場降溫與各違約風險上升確立了這個事實。
2. 2Q 財報只有「好」而不到「特別好」已不夠，觀察本週重量級科技股財報是否進一步造成下修壓力。
3. 目前市場對景氣關注已超過通膨，衰退最快可能在 4Q24~1H25 發生的情況下，配置可開始往防禦方向靠攏。

### 美國 2Q GDP 數字優於預期，但下半年景氣仍將持續下行

美國上週 (7/25) 公布 2Q GDP 初值優於預期不少，惟以國內私部門購買者最終銷售這個更能反映美國經濟實況的數字來說，2.6% 的成長率與上季持平。再往未來觀察，美國景氣下行仍是確立的，只是速度比我們預期的略慢；但從 GDP 預估下修在 4Q 變得更加明顯來看，市場對這一點有共識 (圖 1)。事實上，美國經濟驚奇指數自 5 月初開始跌落負值 (也大約是市場開始預測因景氣下滑、通膨重新回到下降渠道的時點)，而且負向擴大 (圖 2)，下半年景氣將持續下行。

### 勞動市場降溫與各種違約風險上升，確立了美國景氣下行的事實

具體而言，勞動市場和企業違約率，是我們對於美國景氣下行確立的關鍵。從勞動市場來看，職缺率已降至 4.5% 這個我們設定的就業惡化條件之一；此外，近月來裁員人數也上升 (圖 3)，都是勞動市場的警訊。在疫情逐漸解封後，裁員數總計有兩波跳升：一次是 2022 年底、另一次是 2023 年底。前者係因疫情期間擴張太快、誇大錯估的需求逐漸回歸到正常水準，因此對勞動市場影響不明顯；後者則是逐漸感受到景氣下滑的力量，而成為市場需要放更多心力在勞動市場變化的開端。而 5 月開始的最新一波裁員數上升，是需要觀察是否直接往上衝的關鍵時刻。

另一方面，企業違約率可以衡量金融風險、也能衡量整個景氣的變化。目前違約率已經與 2016 景氣自相對谷底復甦的時期相當 (圖 4)，理論上反映違約風險的信用利差也要差不多；但目前的利差遠低於當時、處於偏低的水準，然這不影響美國違約風險升高、反映景氣轉差的事實。而同樣的邏輯，我們也可以從信用卡的循環利率水準變化來觀察。信用卡循環利率雖然跟整體市場利率有關係，但更重要的是反映接近違約風險的概念 (循環利率就是一種無法按期還款的懲罰性利率)，因此，其與無風險利率的差距，就是一種「超額風險」(或風險貼水) 的概念。以這個角度來說，這個風險在 2022/9 後就開始重新上升 (圖 5)，基本上與還款拖欠率上升相呼應、反映經濟較底層人民的狀況轉差；且信用卡款在整個貸款中的比重也逐漸回升到疫情前水準，因此其影響並不算太小。

### 2Q 財報只有「好」而不到「特別好」已不夠，觀察本週重量級科技股財報是否進一步造成下修壓力

另一個可以觀察基本面的來源，自然就是 7 月中開始的 2Q 財報季。以 S&P 500 來看，目前財報公布接近一半，獲利超越預期的比率仍接近 8 成 (惟營收相對就沒有那麼亮眼)；但超越預期的幅度不夠高 (圖 6)，特別是科技股。在 AI 題材給予市場那麼大的想像空間後，「好」可能不夠、而是要「超級好」才夠，特別是近期華爾街逐漸對 AI 應用的威力出現雜音的情況下。本週幾家重要量級科技股財報公布，包括 On Semi、微軟、AMD、Meta、高通、安謀、科林研發、蘋果、亞馬遜、英特爾等，若僅是小幅超越預期 (不到 5%) 甚至不如預期，則科技股仍會面臨下修壓力、特別是先殺評價。

**結論：目前市場對景氣關注已超過通膨，在衰退最快可能在 4Q24~1H25 發生的情況下，配置可以開始往防禦方向靠攏**

本週除了是重量級科技股財報公布的時間，經濟數據也是重量級的，將公布 ISM PMI、非農就業與 FOMC 會議。關於景氣下行的情況與 FOMC 會議做出決策的因素等等，與市場溝通的「藝術」非常關鍵；若讓市場感覺景氣下行加速，儘管降息因此更確立且可能加速，反而會引發基本面的擔憂而讓股市下跌。

此外，市場仍將面臨川普的「川式語言」增加市場波動度的風險（圖 7），只是拉長時間來看，真正影響股市的關鍵仍在基本面；目前可以感受到，市場對景氣下行的關注程度仍超越通膨。我們認為，美國這次的衰退時間最早有機會在 4Q24 末到 1H25 發生；按過去經驗，在衰退開始前約 2 季股市就會見高，若是計算衰退開始前與股市明顯的起跌點之間距，則會縮短至 1 季左右（圖 8）。據此，配置開始往防禦方向靠攏，是合理的選擇。

至於未來若真的進入衰退，可以怎麼在這之前對股市進行觀察？目前市場多數承認，歷史上最能類比當前 AI 熱潮的時期是 90 年代末期的 Internet 風潮；當時的 dot.com 泡沫，股市修正係由評價下修開始，爾後經歷了景氣下行、進入衰退的階段時，再反映獲利的下修而下跌（圖 9）。若最終發生衰退的情境，市場需關注何時見到股市（特別是成長股）評價「明確」下修這個引信的時點，而這也會是我們後續研究的重點。

圖 1：美國 2Q GDP 優於預期，但下半年景氣仍將持續下行

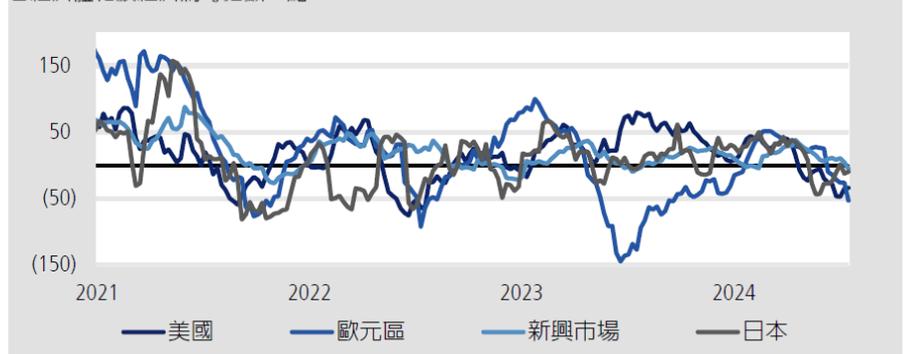
主要經濟體 GDP 年增率預估中位數，百分比

	2023	2024				2025			2023	2024	2025
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3			
全球									3.3	3.1	3.1
DM	1.8	0.9	1.6	1.4	1.6	1.6	1.7	1.8	1.7	1.6	1.7
EM	4.8	4.8	4.6	4.2	4.3	4.1	4.4	4.4	4.2	4.0	4.3
美國	3.1	2.9	3.1	2.1	1.6	1.7	1.7	1.9	2.5	2.3	1.8
歐元區	0.2	0.5	0.5	0.8	1.2	1.3	1.5	1.5	0.4	0.7	1.4
英國	(0.2)	0.3	0.6	1.0	1.5	1.2	1.3	1.4	0.1	0.8	1.3
日本	1.0	(0.7)	(0.9)	0.6	0.8	1.8	1.3	1.0	1.8	0.1	1.2
中國	5.2	5.3	4.7	4.7	4.7	4.3	4.6	4.6	5.2	4.9	4.5

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：Citi 經濟驚奇指數美國持續下行，而歐元區也在 6 月中後明顯不如預期

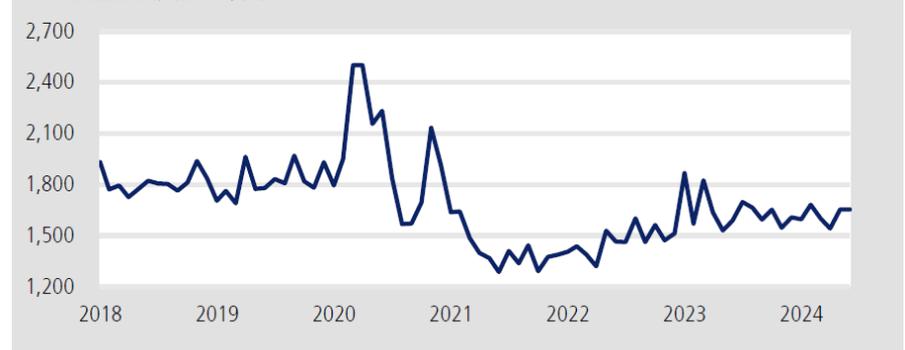
各經濟體花旗經濟驚奇指數，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：關注這波裁員人數是否攀升，以勞動市場變化來給予景氣走向指引

JOLTS 調查裁員人數，千人



註：為了表達上的方便，以 250 萬人做為圖形上限

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：目前美國企業違約率攀高，反應企業風險上升，但利差水準並未反映出此趨勢

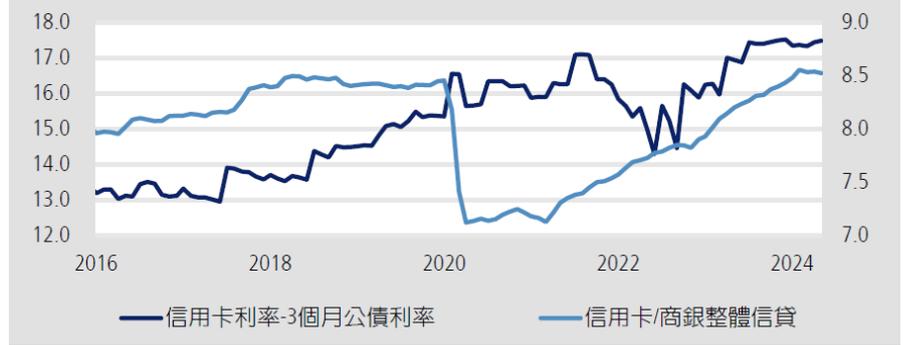
美國公司債違約率，百分比(左軸)；除能源高收益債利差，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 5：信用卡循環利率升高，反映違約風險上升、較底層民衆的狀況轉差**

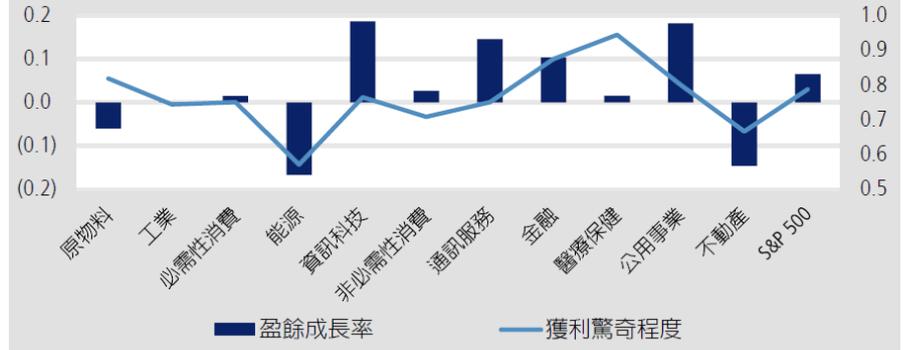
信用卡利率-3個月公債利率，百分比(左軸)；信用卡/商銀整體信貸，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 6：財報僅「不錯」並不够，超越預期的幅度要夠大才可能支持科技股繼續上漲**

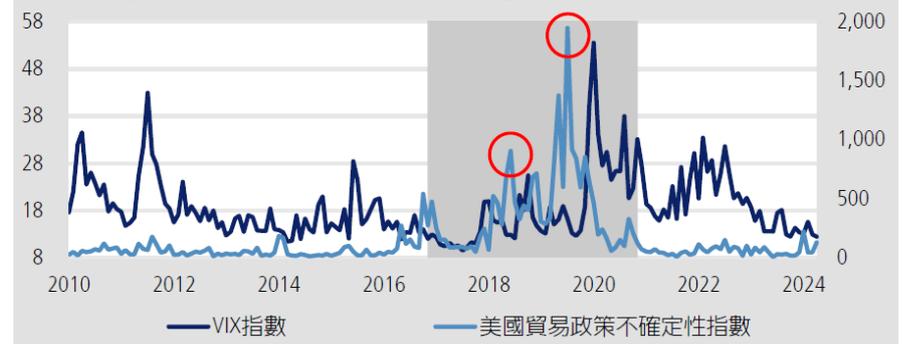
S&amp;P 500 指數各產業盈餘成長率，百分比(左軸)；各產業獲利驚奇程度，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 7：川普的政策過往常會增加市場波動度**

VIX 指數，點(左軸)；美國貿易政策不確定性指數，點(右軸)



註：陰影區域表示川普在任美國總統時期

資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 8：在經濟發生衰退前平均 1-2 季，美股就會見高**

衰退開始	衰退前股市高點日期	衰退前股市高點距衰退開始(天)	衰退發生附近股市起跌日期	股市起跌距衰退開始(天)
1948/11/30	1948/6/15	168	1948/11/1	29
1953/7/31	1953/1/5	207	1953/3/17	136
1957/8/31	1956/8/2	394	1957/7/15	47
1960/4/30	1959/8/3	271	1960/1/5	116
1969/12/31	1968/11/29	397	1969/5/14	231
1973/11/30	1973/1/11	323	1973/1/11	323
1980/1/31	1980/1/30	1	1980/2/13	-13
1981/7/31	1980/11/28	245	1981/8/11	-11
1990/7/31	1990/7/16	15	1990/7/16	15
2001/3/31	2000/3/24	372	2000/9/1	211
2007/12/31	2007/10/9	83	2007/10/9	83
2020/2/29	2020/2/19	10	2020/2/19	10
平均天數		207.17		98.08
平均月數		6.91		3.27

資料來源：Bloomberg；凱基

**圖 9：如同 dot.com 泡沫的經驗，未來 AI 題材面臨景氣衰退的情境，也可能是先評價面修正再獲利基本面修正的態樣**

S&amp;P 500 成長股預估本益比，x(右軸)；預估 EPS，元(左軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

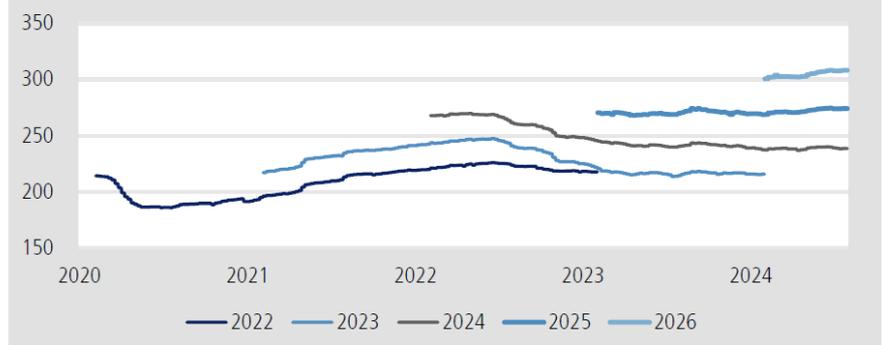
圖 10：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
7/30-31	FOMC會議	尚不會降息，但有機會強烈暗示下次會議將降息，對市場偏利多，但需注意其強調降息的原因是通膨達標或景氣下滑。前者必然有利，但後者要看狀況可能相對不利
8/19-22	民主黨全國提名大會	拜登宣布退選，副總統賀錦麗、加州州長Newsom等人選有機會代表競選總統連任
8/22-24	Jackson Hole全球央行年會	主題是：重新評估貨幣政策的有效性和傳導性
9/12	ECB貨幣政策會議	有機會降息1碼，市場觀察連續降息後歐元區經濟是否更加明朗，有助歐股表現
9/17-18	FOMC會議	可能首次降息，市場關注主要出自於通膨還是經濟的原因
9/19-20	日銀會議	再次升息，可對市場傳達經濟轉好的訊號，利多日股

資料來源：凱基整理

圖 11：S&amp;P 500 各年度 EPS 預估

S&amp;P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Refinitiv；凱基

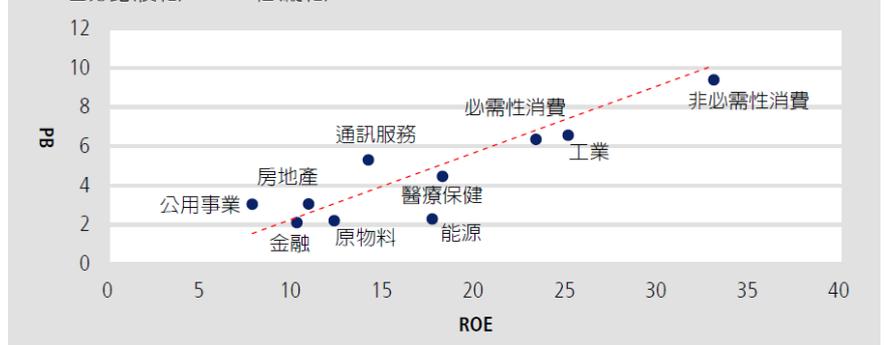
圖 12：S&amp;P 500 各類股 EPS 成長預估

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	2023	2024	2025
S&P 500	8.1	12.1	7.1	14.4	14.7	13.9	4.1	10.6	14.9
非必需性消費	27.7	8.0	3.7	15.5	14.1	13.0	49.0	13.0	14.9
必需性消費	6.2	1.5	3.2	5.1	3.7	8.7	4.7	4.3	7.3
能源	(24.1)	(1.6)	(8.2)	(4.5)	11.1	26.1	(25.8)	(9.3)	13.7
金融	12.8	17.6	1.8	19.1	4.2	3.7	11.9	12.2	8.9
醫療保健	(23.9)	22.5	12.6	24.0	47.1	11.4	(18.7)	7.1	20.0
工業	5.6	(1.4)	6.2	4.1	18.1	15.4	23.4	3.9	16.1
原物料	(20.2)	(7.2)	3.8	16.3	18.8	16.0	(22.3)	(2.7)	18.3
房地產	8.4	(2.4)	4.0	10.9	2.2	7.0	1.5	5.3	6.2
資訊科技	26.4	17.8	15.6	17.0	19.6	24.6	9.1	19.0	21.4
通訊服務	43.2	24.0	11.4	17.5	7.8	12.4	26.0	22.6	12.4
公用事業	22.7	5.9	8.3	13.2	0.3	11.7	2.6	12.4	8.6

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 13：S&amp;P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

## 附錄：ETF 分類索引

## 多元資產

全球股債(成長型)	AOR	<a href="#">iShares Core Growth Allocation ETF</a>	全球股債(穩健型)	AOM	<a href="#">iShares Core Moderate Allocation ETF</a>
-----------	-----	--	-----------	-----	--

資料來源：凱基整理

## 股市

地區&國家	類股/產業
全球	科技
全球除美國	能源
EAFE	醫療
美國(標普 500)	必須性消費
作空標普 500	公用事業
3倍作空標普 500	非必須性消費
美國(道瓊)	通訊服務
3倍作空道瓊	原材料
美國(Nasdaq 100)	金融
3倍作多 Nasdaq 100	金融 3倍作空
放空 Nasdaq 100	工業
3倍放空 Nasdaq 100	房地產
歐元區	房地產 3倍作多
歐洲避險	半導體
日	半導體 3倍作多
英	軟體
德	零售
法	電商
瑞士	餐飲
瑞典	銀行
新興市場	地區性銀行
亞洲除日本	大銀行 3倍作多
中	保險
中滬深 300	油氣探勘與生產
中國 3倍作多	油氣設備與服務
中國 3倍作空	天然氣公司
中企美國上市	金屬&採礦
港	銅開採
韓	基建
台灣	運輸
印度	航空
巴西	航太國防
越南	生技
	醫材
	建築
	電信
	全球上游天然資源
	全球能源
	全球金屬&採礦
	全球基建
	歐洲金融
	中國科技股
	中國網路
	主題
	ESG
	新興市場 ESG
	儲能
	綠能
	太陽能
	自駕/電動車
	鋰電池
	物聯網
	機器人&自動化
	生成式 AI
	網路資安
	雲端運算
	區塊鏈
	元宇宙
	FAANG 3倍作多
	庫藏股回購
	IPO
	通膨受益
	護城河
	現金牛
	智慧電網
	波動度
	作多
	2倍作多
	作空

資料來源：凱基整理

## 固定收益

整體債券			投資級債		
全球整體債券	BNDX	<a href="#">Vanguard Total International Bond ETF</a>	全球 IG 債	IBND	<a href="#">SPDR Bloomberg International Corporate Bond ETF</a>
美國核心整體債券	AGG	<a href="#">iShares Core U.S. Aggregate Bond ETF</a>	美國總 IG 債	LQD	<a href="#">iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond ETF</a>
			美國短期 IG 債	VCSH	<a href="#">Vanguard Short-Term Corporate Bond ETF</a>
			美國中期 IG 債	VCIT	<a href="#">Vanguard Intermediate-Term Corporate Bond ETF</a>
			美國長期 IG 債	VCLT	<a href="#">Vanguard Long-Term Corporate Bond ETF</a>
			美國 AAA-A 級 IG 債	00751B.TW	<a href="#">Yuanta US 20+ Year AAA-A Corporate Bond ETF</a>
公債			非投資級債		
美所有天期	GOVT	<a href="#">iShares U.S. Treasury Bond ETF</a>	美國總 HY 債	HYG	<a href="#">iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond ETF</a>
美短天期(1-3M)	BIL	<a href="#">SPDR Bloomberg 1-3 Month T-Bill ETF</a>	美國短期 HY 債	SJNK	<a href="#">SPDR Bloomberg Short Term High Yield Bond ETF</a>
美短天期(1-3Y)	SHY	<a href="#">iShares 1-3 Year Treasury Bond ETF</a>	墮落天使	ANGL	<a href="#">VanEck Fallen Angel High Yield Bond ETF</a>
美中天期(3-7Y)	IEI	<a href="#">iShares 3-7 Year Treasury Bond ETF</a>			
美中天期(7-10Y)	IEF	<a href="#">iShares 7-10 Year Treasury Bond ETF</a>	新興市場債		
美長天期(10-20Y)	TLH	<a href="#">iShares 10-20 Year Treasury Bond ETF</a>	EM 美元債	EMB	<a href="#">iShares J.P. Morgan USD Emerging Markets Bond ETF</a>
美長天期(20+Y)	TLT	<a href="#">iShares 20+ Year Treasury Bond ETF</a>	EM 當地貨幣債	EMLC	<a href="#">VanEck J. P. Morgan EM Local Currency Bond ETF</a>
美長天期 3 倍作多	TMF	<a href="#">Direxion Daily 20+ Year Treasury Bull 3X Shares</a>	EM 主權債	PCY	<a href="#">Invesco Emerging Markets Sovereign Debt ETF</a>
美長天期 3 倍作空	TMV	<a href="#">Direxion Daily 20+ Year Treasury Bear 3x Shares</a>			
TIPS	TIP	<a href="#">iShares TIPS Bond ETF</a>	其他債券類		
短天期 TIPS	VTIP	<a href="#">Vanguard Short-Term Inflation-Protected Securities ETF</a>	可轉債	CWB	<a href="#">SPDR Bloomberg Convertible Securities ETF</a>
利率避險	PFIX	<a href="#">Simplify Interest Rate Hedge ETF</a>	MBS	MBB	<a href="#">iShares MBS ETF</a>
免最低稅賦市政債	PZA	<a href="#">Invesco National AMT-Free Municipal Bond ETF</a>	銀行主順位放款	BKLN	<a href="#">Invesco Senior Loan ETF</a>

資料來源：凱基整理

## 商品

綜合			金屬		
全商品指數	DBC	<a href="#">Invesco DB Commodity Index Tracking Fund</a>	黃金	GLD	<a href="#">SPDR Gold Shares</a>
乾貨航運	BDRY	<a href="#">Breakwave Dry Bulk Shipping ETF</a>	白銀	SLV	<a href="#">iShares Silver Trust</a>
			白銀 2 倍作多	AGQ	<a href="#">ProShares Ultra Silver</a>
能源			白金	PPLT	<a href="#">abrdn Physical Platinum Shares ETF</a>
原油	USO	<a href="#">United States Oil Fund LP</a>	鈀金	PALL	<a href="#">abrdn Physical Palladium Shares ETF</a>
原油 2 倍作多	UCO	<a href="#">ProShares Ultra Bloomberg Crude Oil</a>	工業金屬	DBB	<a href="#">Invesco DB Base Metals Fund</a>
原油 2 倍作空	SCO	<a href="#">ProShares UltraShort Bloomberg Crude Oil</a>	鋼鐵	SLX	<a href="#">VanEck Steel ETF</a>
天然氣	UNG	<a href="#">United States Natural Gas Fund LP</a>	銅	CPER	<a href="#">United States Copper Index Fund</a>
天然氣 2 倍作多	BOIL	<a href="#">ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas</a>	鋁	JJU	<a href="#">iPath Series B Bloomberg Aluminum Subindex Total Return ETN</a>
天然氣 2 倍作空	KOLD	<a href="#">ProShares UltraShort Bloomberg Natural Gas</a>	鎳	JUN	<a href="#">iPath Series B Bloomberg Nickel Subindex Total Return ETN</a>
碳權	KRBN	<a href="#">KraneShares Global Carbon Strategy ETF</a>	稀土	REMX	<a href="#">VanEck Rare Earth/Strategic Metals ETF</a>
鈾礦(公司)	URA	<a href="#">Global X Uranium ETF</a>			
			農產品		
			農糧總指數	DBA	<a href="#">Invesco DB Agriculture Fund</a>
			黃豆	SOYB	<a href="#">Teucrium Soybean Fund</a>
			小麥	WEAT	<a href="#">Teucrium Wheat Fund</a>
			玉米	CORN	<a href="#">Teucrium Corn Fund</a>

資料來源：凱基整理

## 外匯及虛幣

外匯			虛幣		
美元	UUP	<a href="#">Invesco DB US Dollar Index Bullish Fund</a>	比特幣	BITO	<a href="#">ProShares Bitcoin Strategy ETF</a>
美元作空	UDN	<a href="#">Invesco DB US Dollar Index Bearish Fund</a>	作空比特幣	BITI	<a href="#">ProShares Short Bitcoin Strategy ETF</a>
歐元	FXE	<a href="#">Invesco CurrencyShares Euro Trust</a>			
歐元作空	EUO	<a href="#">ProShares UltraShort Euro</a>			
日圓	FXJ	<a href="#">Invesco CurrencyShares Japanese Yen Trust</a>			
日圓兩倍作多	YCL	<a href="#">ProShares Ultra Yen</a>			
日圓兩倍作空	YCS	<a href="#">ProShares UltraShort Yen</a>			
英鎊	FXB	<a href="#">Invesco CurrencyShares British Pound Sterling Trust</a>			
澳幣	FXA	<a href="#">Invesco CurrencyShares Australian Dollar Trust</a>			
加幣	FXC	<a href="#">Invesco CurrencyShares Canadian Dollar Trust</a>			
瑞郎	FXF	<a href="#">Invesco CurrencyShares Swiss Franc Trust</a>			
人民幣	CYB	<a href="#">WisdomTree Chinese Yuan Strategy Fund</a>			
新興市場貨幣	CEW	<a href="#">WisdomTree Emerging Currency Strategy Fund</a>			

資料來源：凱基整理

## 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar						4.9			3.4			1.4			2.8	
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	5.8	1.9	2.5			2.9		3.1			2.9			3.1	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	4.1	3.2	3.7	3.7	3.2	3.1	3.4	3.1	3.2	3.5	3.4	3.3	3.0
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.6	3.4	3.3
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	3.7	3.3	3.3	3.4	2.9	2.7	2.6	2.5	2.5	2.7	2.7	2.6	2.5
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	4.1	4.2	3.7	3.6	3.4	3.2	2.9	2.9	2.8	2.8	2.8	2.6	2.6
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.5	62.6	62.8	62.8	62.7	62.8	62.5	62.5	62.7	62.7	62.7	62.5	62.6
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.5	3.8	3.8	3.8	3.7	3.7	3.7	3.9	3.8	3.9	4.0	4.1
	非農業就業增加數	千	(9,274)	7,245	4,528	3,013	184	210	246	165	182	290	256	236	310	108	218	206
	勞動力就業淨變動	千	(8,856)	6,135	3,176	1,883	205	291	50	(270)	586	(683)	(31)	(184)	498	25	(408)	116
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	2.1	(8)	267	58	9	(41)	(20)	(20)	9	1	(3)	(20)	20
	職缺求供比	倍	1.07	1.56	1.75	1.58	1.54	1.59	1.59	1.49	1.60	1.54	1.54	1.52	1.49	1.41	1.41	
	平均時薪	YoY %	5.4	5.0	4.9	4.3	4.7	4.5	4.5	4.3	4.3	4.4	4.3	4.1	3.9	4.1	3.9	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.1)	4.4	3.4	0.2	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.8)	(0.2)	0.8	(1.2)	(0.2)	(0.4)	(0.8)	0.3	1.6
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.2	4.4	2.9	3.0	5.9	0.7	10.0	3.4	(0.9)	4.5	(2.2)	1.2	(1.3)	(11.1)
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	1.7	0.4	0.6	0.5	0.8	1.4	0.8	(0.2)	3.2	(0.9)	2.8	(0.5)	(2.0)
	整體存銷比	倍	1.44	1.28	1.34	1.37	1.38	1.36	1.35	1.37	1.36	1.37	1.38	1.37	1.37	1.37	1.37	
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.48	1.48	1.46	1.46	1.49	1.48	1.48	1.49	1.47	1.47	1.46	1.47	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.27	1.27	1.27	1.27	1.28	1.28	1.28	1.30	1.29	1.29	1.30	1.31	
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.6	53.5	47.1	46.5	47.6	48.6	46.9	46.6	47.1	49.1	47.8	50.3	49.2	48.7	48.5
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	52.8	52.8	54.1	53.4	51.9	52.5	50.5	53.4	52.6	51.4	49.4	53.8	48.8
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.0	47.0	46.4	48.6	46.2	47.8	47.0	52.5	49.2	51.4	49.1	45.4	49.3
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.02)	(0.13)	0.13	(0.20)	0.00	(0.64)	0.21	(0.13)	(0.87)	0.30	(0.17)	(0.30)	0.23	0.05
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.7)	7.1	0.4	(7.7)	(7.8)	(7.9)	(8.1)	(8.1)	(7.6)	(7.1)	(7.1)	(6.5)	(5.6)	(5.5)	(5.2)	(4.8)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8	43.9	50.8				33.9		14.5			15.6		
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4	(42.3)	(51.6)			(30.5)			(25.0)		(26.6)				
房市	建築許可	千, saar	1,478	1,738	1,682	1,518	1,501	1,578	1,515	1,534	1,508	1,530	1,508	1,563	1,485	1,440	1,399	1,446
	新屋開工	千, saar	1394	1,605	1,552	1,421	1,473	1,305	1,363	1,365	1,510	1,568	1,376	1,546	1,299	1,377	1,314	1,353
	新屋銷售	千, saar	831	770	637	666	700	652	694	673	611	654	664	643	683	730	621	617
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.9	4.0	4.4	4.2	4.1	4.1	3.9
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.4	18.6	4.9	6.3	0.1	2.2	4.0	5.0	5.6	6.3	6.8	7.5	7.5	7.2		
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	2.2	2.5	2.0	2.1	2.1	2.9	3.3	1.9	2.0	2.6	2.4	2.6	2.6
	零售銷售	YoY %	0.8	18.2	9.1	3.6	2.9	3.0	4.2	2.7	4.0	5.5	0.3	2.1	3.6	2.8	2.6	2.3
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.5	17.3	10.6	3.4	1.9	2.7	3.7	2.6	3.6	4.6	0.9	2.0	3.7	3.2	3.0	3.4
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	185.2	15.7	15.0	15.7	15.5	15.3	15.8	15.0	15.8	15.5	15.7	15.9	15.3
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	105.4	114.0	108.7	104.3	99.1	101.0	108.0	110.9	104.8	103.1	97.5	101.3	100.4
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	65.4	71.5	69.4	67.9	63.8	61.3	69.7	79.0	76.9	79.4	77.2	69.1	68.2
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(6.5)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(5.2)	(6.3)	(6.5)	(6.3)	(6.4)	(5.9)	(5.7)	(6.1)	(5.6)
	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.7)	(3.9)	(3.3)			(3.3)			(3.2)			(3.2)			
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	993	11.5	87.7	15.3	(24.1)	100.8	147.5	21.6	57.6	108.9	123.3	(54.6)	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50
	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.88	3.96	4.11	4.57	4.93	4.33	3.88	3.91	4.25	4.20	4.68	4.50	4.40
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	101.3	101.9	103.6	106.2	106.7	103.5	101.3	103.3	104.2	104.5	106.2	104.7	105.9

資料來源：Bloomberg；凱基

## 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	2023	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	Nov-23	Dec-23	Jan-24	Feb-24	Mar-24	Apr-24	May-24	Jun-24	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.6	2.6	1.3			2.2		4.8			6.6				
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.5	1.9	2.5	2.9	3.0	2.9	2.7	1.8	3.1	2.2	1.9	2.2	2.4
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.4	2.7	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	1.7	2.9	2.1	1.8	1.8	1.8
勞動力市場	失業率	%	3.8	3.7	3.6	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.4	3.3
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(12.5)	(15.4)	(10.7)	(6.7)	(2.2)	(1.8)	(3.8)	15.6	(1.3)	4.2	14.5	15.7	13.2
	Markit台灣製造業PMI	點			47.7	46.3	44.1	44.3	46.4	47.6	48.3	47.1	48.8	48.6	49.3	50.2	50.9	53.2
	景氣對策燈號						藍	藍	黃藍	藍	黃藍	黃藍	綠	綠	綠	黃紅	黃紅	紅
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	14.4	15.0	15.0	17.0	16.0	20.0	22.0	27.0	29.0	31.0	35.0	36.0	38.0
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.7	(3.1)	(1.3)	(2.7)	(2.5)	(2.4)	(2.3)	(2.2)	(2.3)	(2.5)	(2.4)	(1.8)	(0.8)	0.3	1.4
	景氣同時指標	YoY %	(1.0)	8.2	(1.3)	(7.5)	(10.3)	(8.3)	(6.1)	(3.9)	(1.9)	0.0	1.9	3.6	5.2	6.6	7.8	8.8
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	9.7	9.0	7.7	10.2	8.5	12.0	4.5	3.5	12.3	5.7	1.6	2.6	3.9
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	432.6	38.7	37.4	38.8	38.1	37.5	39.9	37.2	31.4	41.8	37.5	37.4	39.9
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	352.1	30.3	28.8	28.5	32.3	27.7	28.8	34.7	23.6	33.1	31.0	31.3	35.2
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	80.5	8.5	8.6	10.3	5.8	9.8	11.1	2.5	7.9	8.7	6.5	6.1	4.7
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(9.8)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.6)	3.7	11.7	17.7	1.3	18.8	4.3	3.5	23.5
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(17.8)	(21.1)	(23.0)	(12.2)	(12.4)	(15.0)	(6.8)	19.0	(17.9)	7.1	6.6	0.6	33.9
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	561.0	47.7	46.0	51.4	52.9	50.6	43.8	48.4	37.7	47.2	47.1	48.9	46
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(15.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)	1.0	(16.0)	1.9	(10.4)	1.2	10.8	7.0	3.1
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	3.1	3.7	2.9	2.8	3.3	3.0	3.1	3.6	4.5	5.4	4.9	5.0	5.2
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	5.3	6.9	6.5	6.0	5.7	5.3	5.3	5.4	5.6	6.2	6.1	6.0	6.3
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	570.6	566.5	565.5	564.0	561.1	567.5	570.6	569.5	569.4	568.1	567.0	572.8	573.3
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0
	新台幣匯率	USD/TWTD	28.1	27.7	30.7	30.6	31.5	31.9	32.2	32.4	31.3	30.6	31.3	31.6	32.0	32.6	32.5	32.4

資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

**免責聲明** 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 [www.kgi.com.hk](http://www.kgi.com.hk) 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。