

2023/10/26

Macro Research

美國總體經濟

Team

第一組

Mentor

徐炤崑

Members

周家芃, 陳昱丞, 曾順偉,
陳品序, 陳睿哲, 喬奕鈞



NCCU MUTUAL FUND

政治大學共同基金研究社

CONTENT

1

結論

02

2

就業

04

3

消費

06

4

物價

08

5

製造

10

6

利率

12

7

附錄

15

結論：就業市場強勁，物價逐漸回穩，美國經濟緩成長

美國就業市場強勁且薪資增長放緩，可能會成為聯準會再次升息的理由

- 非農就業、職缺、薪資等就業面數據優於預期有望達成軟著陸。

消費市場回穩，多項動能支撐

- 所得、通膨回穩，加上就業市場強勁等多項因素，使得美國消費市場成長率正逐漸脫離下滑的趨勢。

景氣微幅過熱，降息幅度與時機趨於保守

- 業及物價面表現強勁，Fed 立場較鷹，年末再升一碼機率較大。

製造業數據與市場態度不一，非製造業應季節性變化成長放緩

- 儘管市場目前仍未看好，但數據顯示製造業已經幾乎觸底回彈，連帶使僱傭提升，有望帶動經濟復甦。

物價指數持續緩降，短期能源波動及長期就業市場降溫速度為未來關鍵

- 物價面的調正顯示最近美國經濟正處於溫和擴張的情況

美國總經

分析

美國總經-就業

美國總經-消費

美國總經-物價

美國總經-製造

美國總經-利率

高利率環境下，就業市場穩定且薪資增長放緩

- 在美國維持高利率的環境下，美國失業率仍維持平穩，雖八、九月失業率上升至 3.8%，但就業市場仍無明顯放緩的跡象。
- 勞參率逐步上升，離疫情前水平仍有一段距離，近期勞參率較低是因為有部分的中老年人在疫情期間提前退休，預計過兩年會回升至正常水平。
- 美國 9 月每小時薪資年增 4.2%，為 2021 年中期以來最低，低於預期和 8 月前值 4.3%。在就業市場保有韌性的情況下，近期薪資成長還能放緩，進一步提高了美國軟著陸的可能性。

美國勞動參與率&失業率



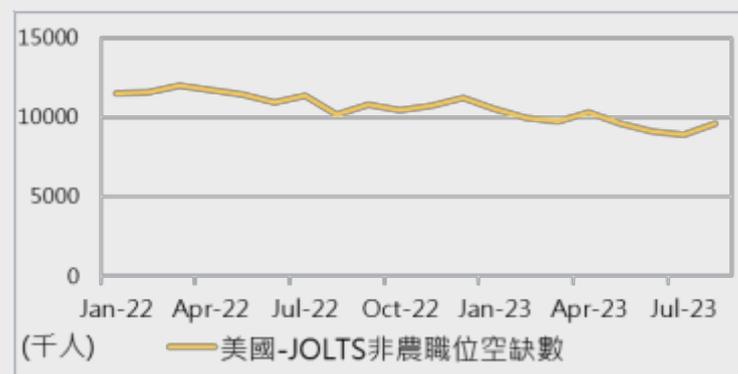
美國每小時薪資



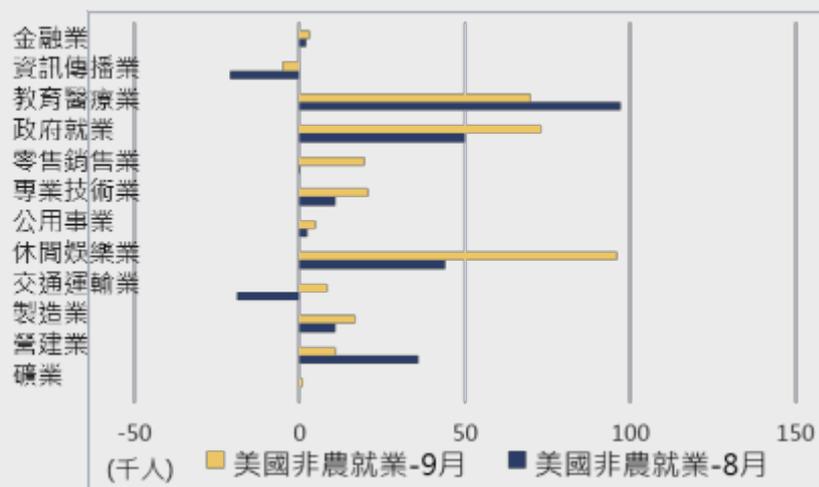
美國非農就業、職缺高於預期，聯準會年底可能再次升息

- 8月JOLTS非農職位空缺961萬超出市場預期，主要是因為專業商業服務職位空缺大幅回升。
- 9月非農就業新增33.6萬人，遠超市場預期，表明美國就業市場仍強勁，可能會成為聯準會年底再次升息的理由。

美國JOLTS非農職缺數據



美國非農就業 各行業月變動



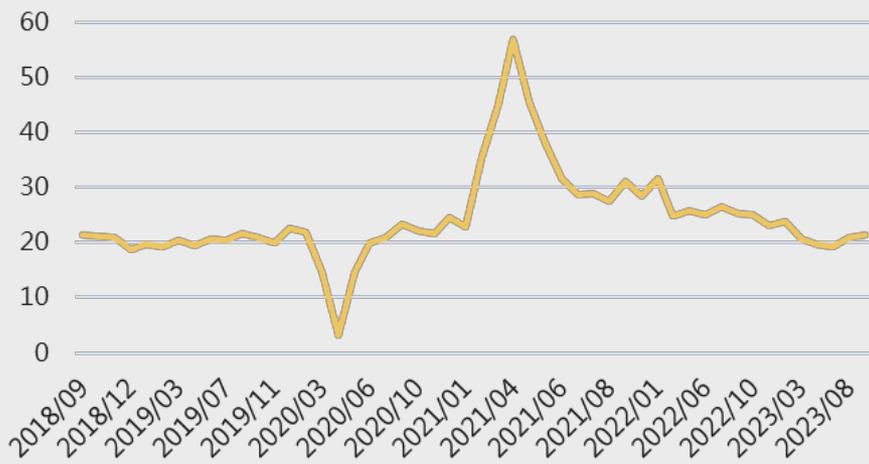
美國非農就業人口數



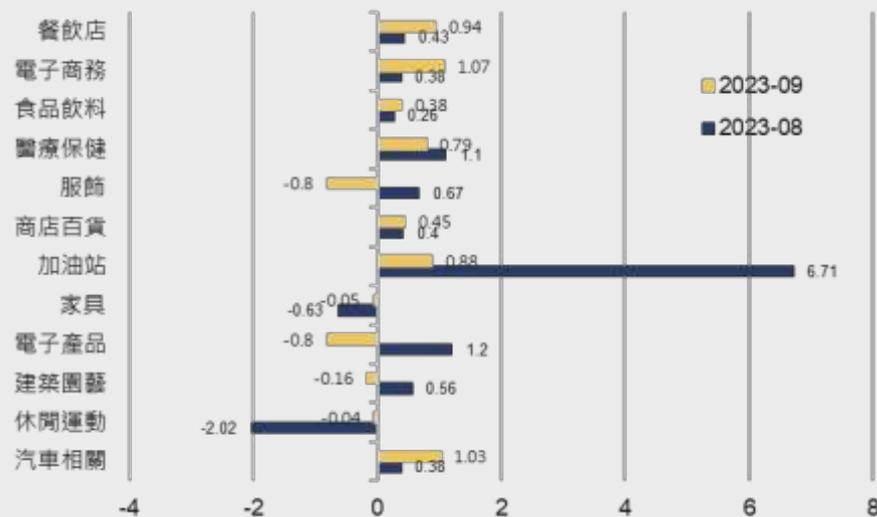
零售銷售回歸疫情前水準，消費動能穩健

- 疫情過後，零售銷售年增率回到正值，並逐漸回歸疫情前水準。
- 近期8月份零售銷售月增率0.8%，高於市場預期0.2%，主因是汽油價格上漲，排除汽油後為0.4%。9月份零售銷售額月增0.7%，優於市場預期的0.3%，消費力道強勁。

美國零售銷售年增率



美國零售銷售分項月增率



SAVE政策啟用、就業動能穩健

- 10月起拜登政府啟用 SAVE 政策，為美國有史以來規模最大的學貸減免政策。據美國政府統計，此政策將使超過2百萬名學生受惠，且弱勢群體受惠程度較大。
- 9月美國非農就業數遠超預期，且失業率雖有逐漸降溫的趨勢，仍處於疫情後相對低點，顯示就業市場動能強勁，有望帶動消費動能。

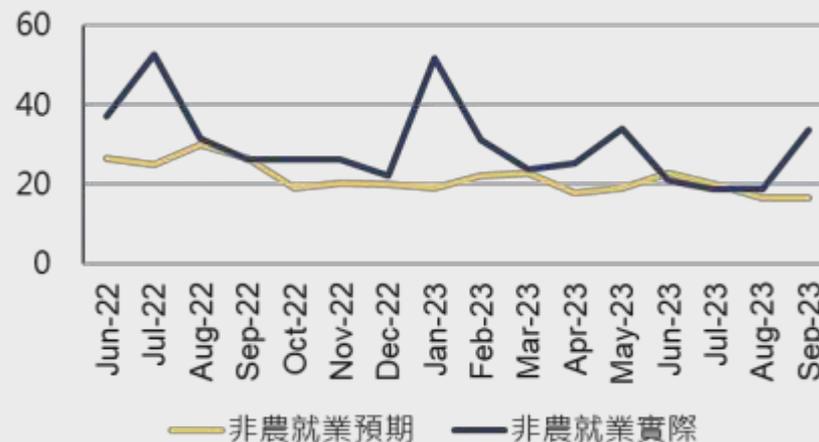
SAVE和舊制REPAYE比較

案例：美國本土48州內的四人口家庭，年收入\$70000(以2023年貧窮標準線\$30000為標準)

REPAYE：
70000-
(30000*150%)=2500
0
25000*10%=2500
佔據收入比例：
2500/70000=3.57%

SAVE：
70000-
(30000*225%)=2500
2500*10%=250
佔據收入比例：
250/70000=0.357%

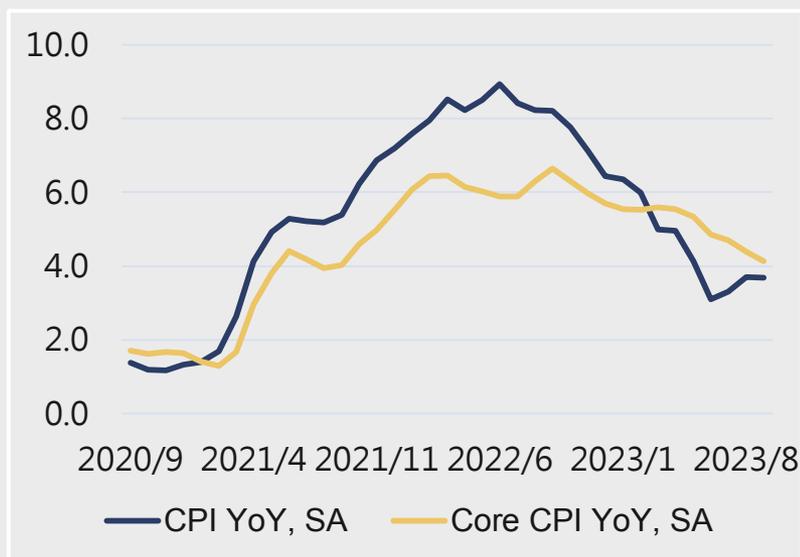
非農就業人數結果多次高於預期



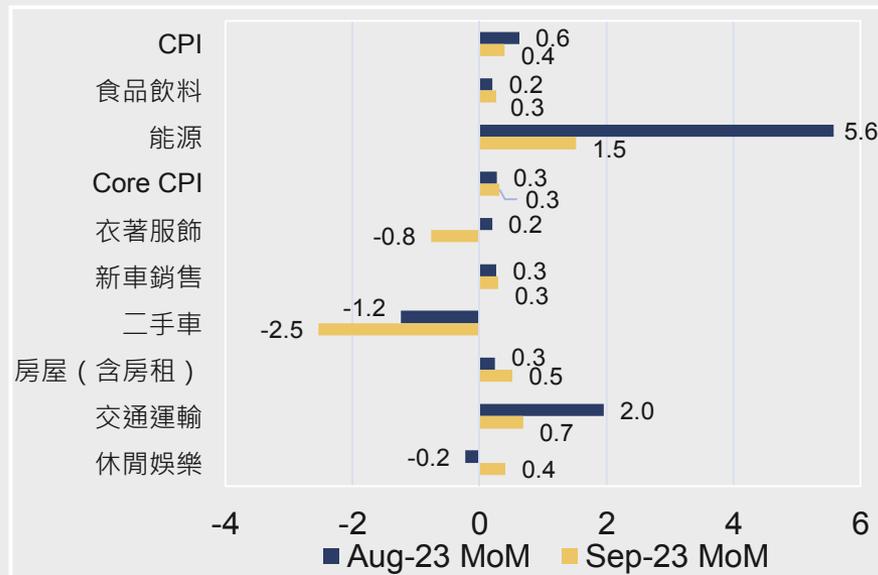
CPI 停滯顯通膨下行減緩，Q4 CPI 可能因油價小幅增加

- CPI YoY 連兩月成長，受油價回彈影響；Core CPI YoY 4.13% 持續下行、為近兩年最低，維持緩降。
- CPI MoM 0.4% 較前值0.6% 高峰有所回落，受能源及交通增幅收窄影響；Core CPI MoM 0.3%，增速持平主因為住房成本增加及服務排除住房支撐。
- 通膨停滯，預期CPI 短期稍增，而Core CPI 維持緩降，後續觀察以巴衝突及UAW 罷工。

CPI 因油價波動，Core CPI 維持緩降



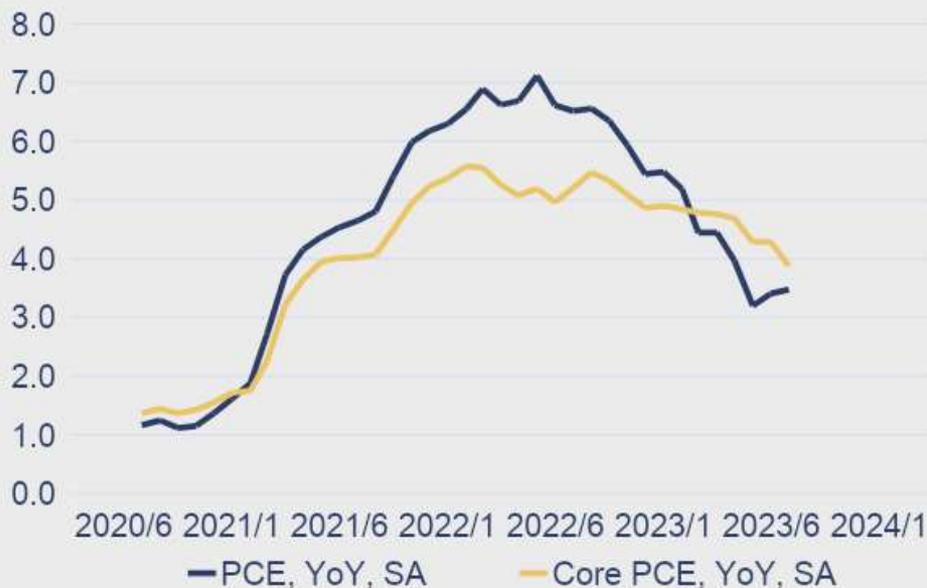
能源增幅收窄，房屋拉升Core CPI MoM



PCE 指標緩降，物價壓力持續減少

- PCE YoY 略增，反映食品及能源成本波動；Core PCE YoY 3.9% 創兩年來最小增幅，下行趨勢不變。
- 非耐久財受油價帶動上升；耐久財持續減少，顯示民間消費力道減緩。
- 服務排除住房受油價及勞動市場供需影響略有波動，但下行趨勢逐漸明朗。

PCE 波動略升，Core PCE 維持下行



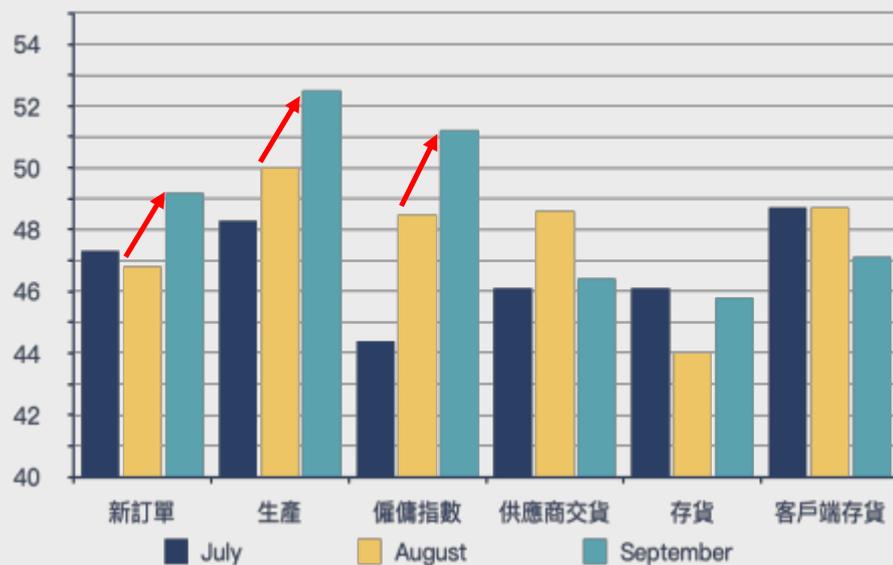
PCE 反映能源，Core PCE 物價壓力減



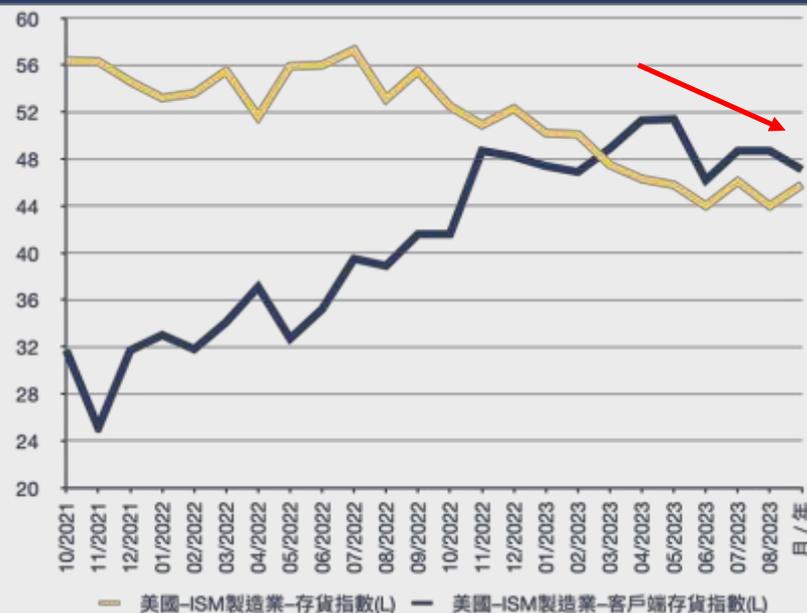
製造業仍處衰退但新訂單與生產上升

- 九月 PMI 升至 49 (前值 47.6)，呈現連三個月上升，但仍是連十一個月衰退。
- 新訂單 & 生產呈現同步上升趨勢，連帶提升僱傭指數(九月製造業就業增加 1.7 萬人，高於預期 0.5 萬人)，預示美國製造業即將谷底反彈。
- 兩端存貨利差自 Q2 反轉達到峰值以來逐漸縮小，顯示去庫存力道接近尾聲，供貨端短期震盪，但 Q4 消費旺季可望使存貨持續下降。

PMI 細項顯示短期景氣上升跡象



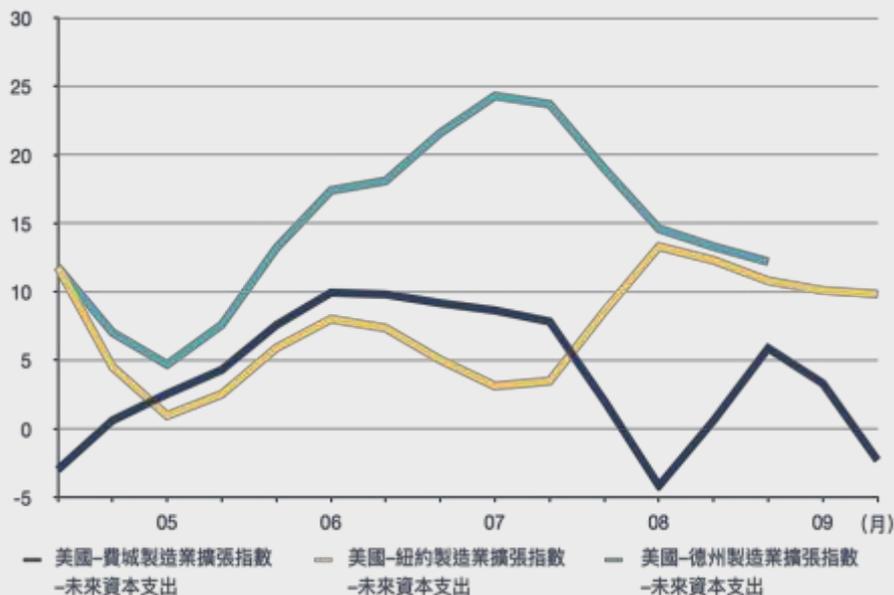
兩端存貨差值下降顯示去庫存力度放緩



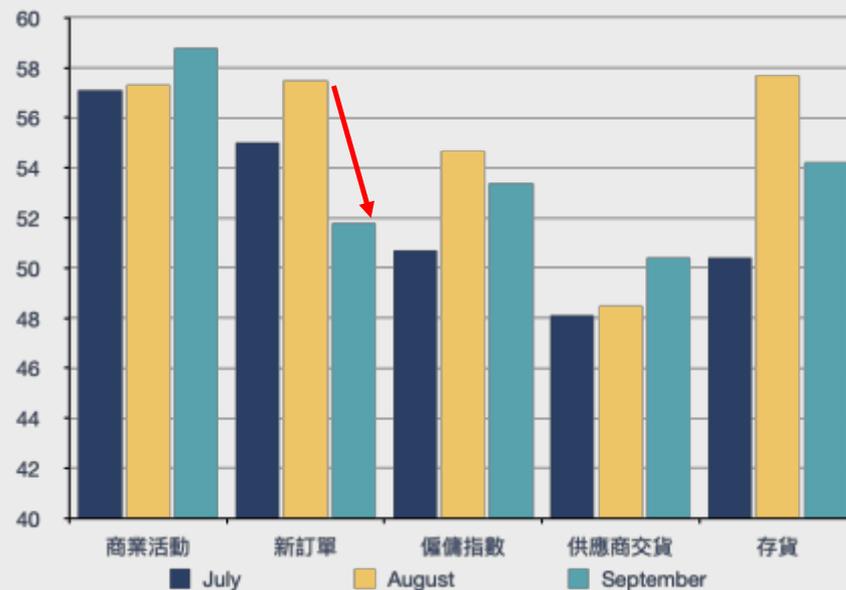
市場未來 CAPEX 預期仍保守，非製造業需求溫和放緩

- 八月耐久財新訂單年增升至 3.52 (前值 3.21)，但非國防資本財新訂單年增降至 0.33 (前值 0.35) 呈現連三月下降，顯示民間需求成長速度放緩。
- 費城、紐約、德州未來資本支出皆呈現下滑趨勢，顯示目前市場態度仍保守 (東北部及南部工業區為美國工業重鎮。)
- 九月 NMI 降至 53.6 (前值 54.5)，新訂單降至 51.8 (前值 57.5)，應是暑假旺季結束導致娛樂、休閒與住宿衰退的季節性變化。

未來資本支出顯示市場態度保守



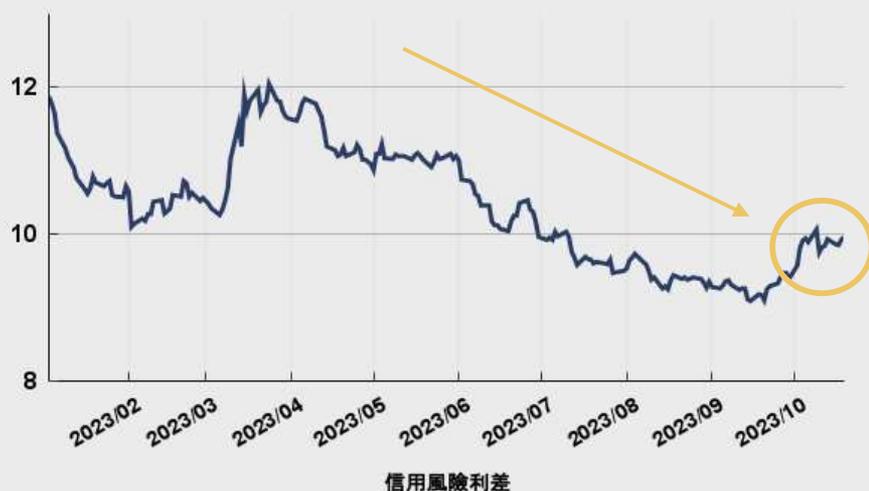
新訂單大幅下降顯示服務需求放緩



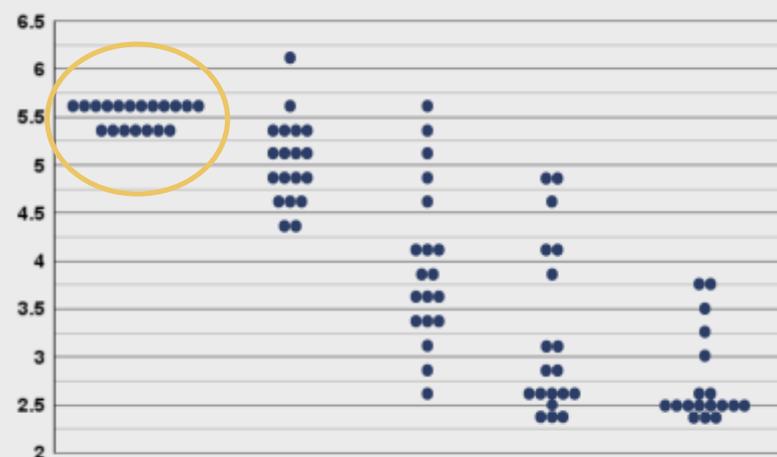
經濟優於預期，年底升息機率高，未來降息需觀察消費面

- 9月FOMC上修GDP年增至2.1%、7~9月非農就業數平均月增26.6萬、9月CPI減幅縮小等顯示經濟穩健，不著陸或軟著陸跡象漸明，推測年底前升1碼機率較高。
- 明年降息幅度可能縮小為2碼並延至24H2，關鍵為內需消費力道是否能帶動非製造業成長，然目前仍有超額儲蓄耗盡、高油價排擠其他消費、貸款利率上升等利空因素。
- 就業面強勁、服務業景氣持續上行，顯示經濟仍具韌性，可能使高利率環境維持更久。

信用風險利差無顯著擴大，經濟並未下行



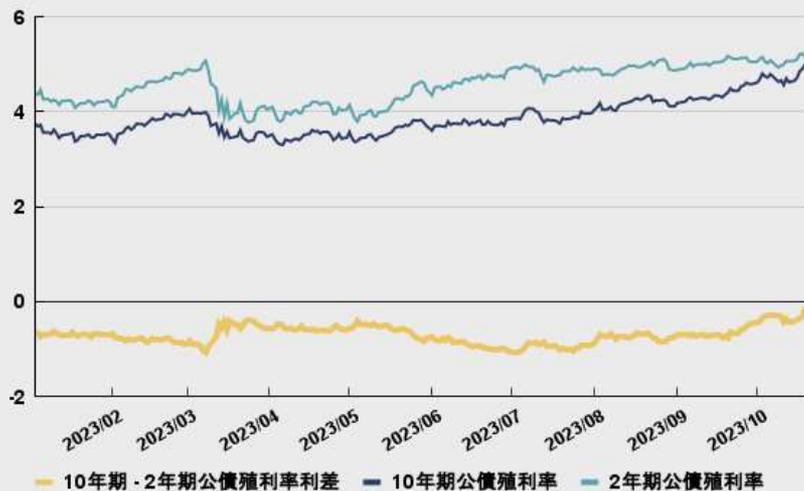
Fed 於第三季末立場仍偏鷹，推測年底再升息



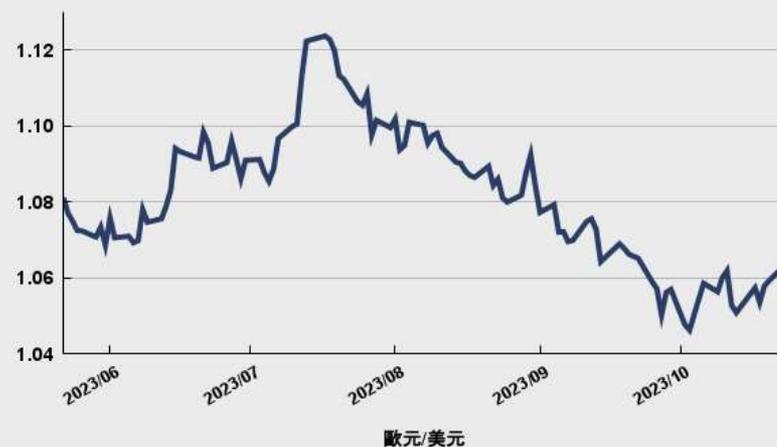
美債殖利率近高點、美元走勢受歐洲復甦與國際情勢左右

- 通膨預期使 10 年期美債殖利率，又第三季發債、升息、加速縮表進一步推升至近 5%，推測下次升息時將接近峰值，為較佳買進時機。倒掛持續減緩，預期未來經濟呈上行。
- 美元指數已升至 107 且持續走強，其中占比最高的歐元區過去一年因烏俄戰爭，使通膨較美國晚一季左右回落、製造業近半年來持續低迷。預期美元走勢與歐洲製造業復甦速度高度相關，同時 2H23 主要產油國宣布減產、以巴衝突等亦增加許多不確定性。

以巴衝突後長債利率下滑，但整體倒掛減緩



歐元對美元大幅走貶，進口成本為復甦阻力



結論：就業市場強勁，物價逐漸回穩，美國經濟緩成長

美國就業市場強勁且薪資增長放緩，可能會成為聯準會再次升息的理由

- 非農就業、職缺、薪資等就業面數據優於預期有望達成軟著陸。

消費市場回穩，多項動能支撐

- 所得、通膨回穩，加上就業市場強勁等多項因素，使得美國消費市場成長率正逐漸脫離下滑的趨勢。

景氣微幅過熱，降息幅度與時機趨於保守

- 業及物價面表現強勁，Fed 立場較鷹，年末再升一碼機率較大。

製造業數據與市場態度不一，非製造業應季節性變化成長放緩

- 儘管市場目前仍未看好，但數據顯示製造業已經幾乎觸底回彈，連帶使僱傭提升，有望帶動經濟復甦。

物價指數持續緩降，短期能源波動及長期就業市場降溫速度為未來關鍵

- 物價面的調正顯示最近美國經濟正處於溫和擴張的情況