



## 10月耐久財訂單-5.4%

### 製造業復甦確定性高但程度不強，可加大布局防禦股

#### 焦點內容

1. 10月耐久財訂單 MoM -5.4%劣於預期的-3.1%，核心資本財 MoM -0.1%，市場對加快降息腳步與幅度期待上升
2. 多數製造業類別表現尚可，運輸產品是下滑的大宗
3. 製造業復甦確定性高但程度不強，相對循環股可加大布局防禦股

10月耐久財訂單 MoM -5.4%劣於預期的-3.1%，核心資本財 MoM -0.1%

10月耐久財新訂單下降160億美元，月減5.4%，較預期的-3.1%差，也較上個月的月增4.0%差許多。過去4個月以來有3個月呈現月減（也就是除了9月是月增外其他3個月都是月減），也是2020/4以來新低。除去運輸類後的新訂單月增幾乎不變，也就是說，本月運輸類訂單大減（-14.8%）是導致整個訂單月減的關鍵。至於資本財扣除掉國防與飛機的核心資本財月減0.1%，較預期的0.2%差，但略優於上月的-0.2%。

多數製造業類別表現尚可，運輸產品(汽車、非國防飛機)是下滑的大宗

由各類別來看，初級金屬/金屬製品、機械、電腦與電子產品、機電產品訂單表現尚可，顯示多數製造業的表現符合觸底復甦的觀點；但前述的運輸類別是衰退的大宗，包括汽車與零組件訂單月減3.8%，以及非國防飛機月減49.6%。其中，汽車與零組件訂單下滑，與近月汽車銷售下滑趨勢近月開始加速的方向一致。

此數據顯示景氣不如預期，市場對加快降息腳步與幅度的期待加深

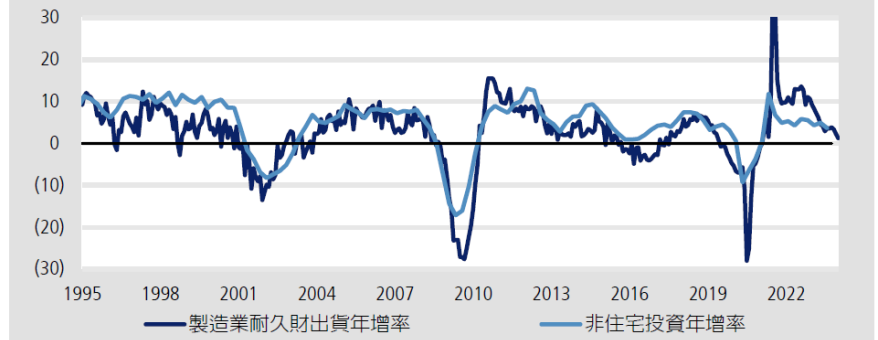
數據公布後，美股小幅上漲，即便同時公布的初領失業救濟金人數僅20.9萬（低於預期的22.6萬人，為10/14以來最低），而對股市的影響方向略有相反。這是因為耐久財訂單不如預期，更確認升息結束的觀點；且因景氣不如預期的狀況加深，市場預期還可能會加快降息的腳步與幅度。

結論：製造業復甦確定性高但程度不強，相對循環股可加大布局防禦股

10月耐久財訂單較預期差，使市場樂觀預期因景氣不如預期，Fed降息的時間會提早、幅度加大，一度激勵股市上漲。不過，我們認為這個數據的含意對美股投資來說不僅於此。觀察資本財訂單略有下滑，我們認為這波美國製造業的復甦是確定性高但幅度可能不大的情境；因此，就整個經濟狀況下行的角度來看，相對於循環股宜開始加大布局防禦股。

圖 1：製造業耐久財出貨趨緩，對投資會有一點壓力

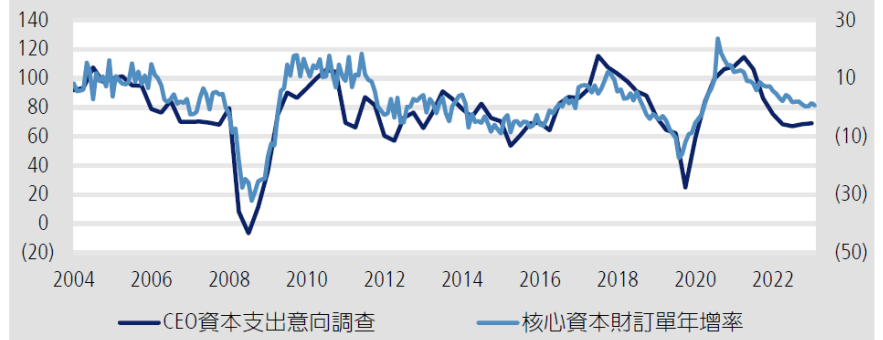
製造業耐久財出貨年增率(領先 3 個月)、非住宅投資年增率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：核心資本財訂單成長停滯，後續仍須觀察企業資本支出意向是否真的回升

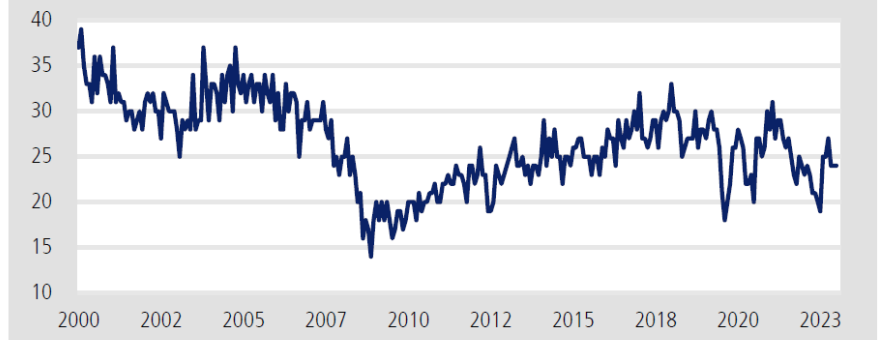
CEO 資本支出意向調查，點(左軸)；核心資本財訂單年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：小型企業資本支出計畫近月止跌

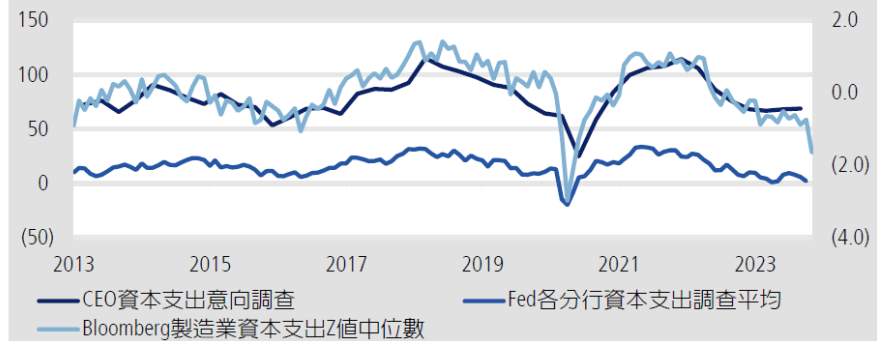
小型企業資本支出計畫，點



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：核心資本財訂單成長停滯，後續仍須觀察企業資本支出意向是否真的回升

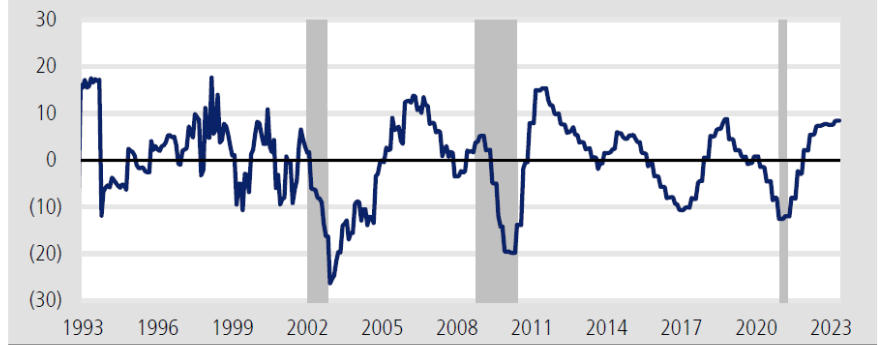
CEO 資本支出意向調查、Fed 各分行資本支出調查平均，點(左軸)；Bloomberg 製造業資本支出 Z 值中位數，標準差(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

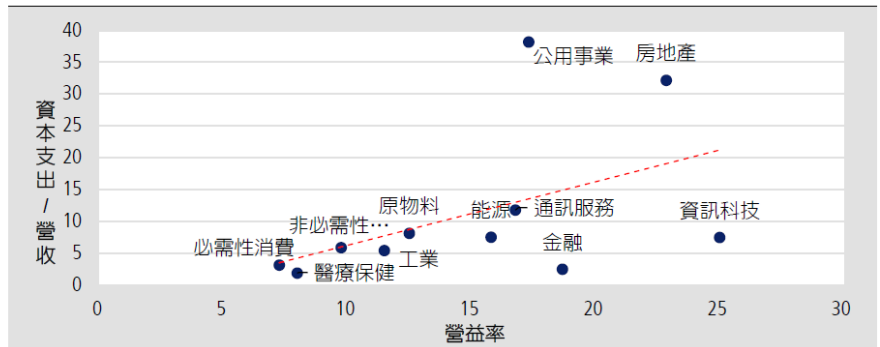
圖 5：以股市角度來看，資本支出強度回升

美股資本支出/營收變動率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：S&P 500 各類股資本支出/營收 vs 營益率

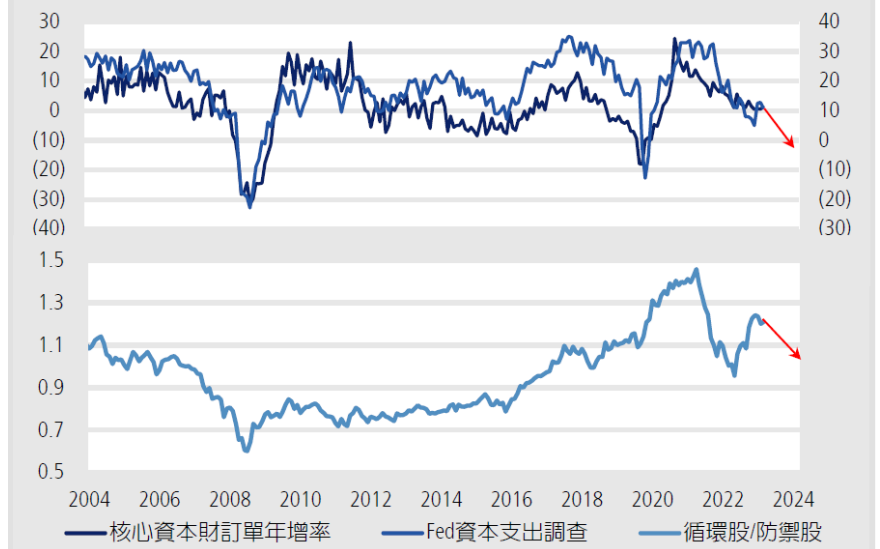


資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：核心資本財訂單會影響循環股相對於防禦股的走向

上層：核心資本財訂單年增率，百分比(左軸)；Fed 資本支出調查，點(右軸)

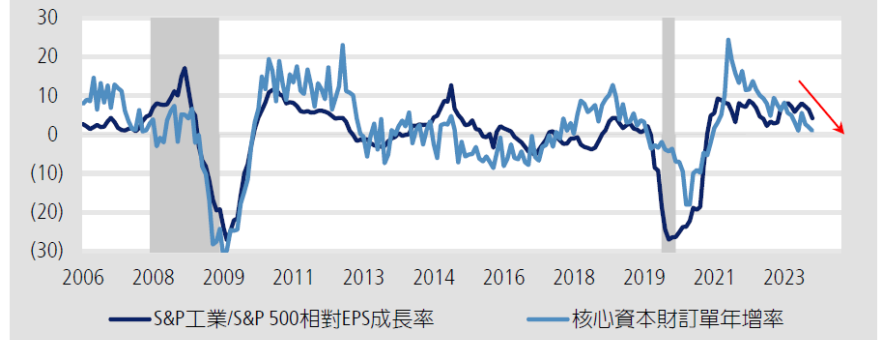
下層：美股循環股/防禦股，比值



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：核心資本財訂單表現走弱，會影響工業股獲利的相對表現

S&P 工業/S&P 500 相對 EPS 成長率，百分比(左軸)；核心資本財訂單年增率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
11月/12月	中國20屆三中全會	市場關注歷屆三中全會主要是因為該次會議一般會聚焦經濟改革，惟目前維穩重於一切的思維下，要推出令市場興奮且有效果的改革或刺激恐怕都不容易
12月	中國中央經濟工作會議	定調明年的經濟發展計畫與成長目標，我們預估經濟成長目標仍會維持在5%左右
12/12-13	Fed FOMC會議	近期通膨及經濟數據放緩，FOMC點陣圖顯示年底利率將調升一碼，然而目前市場共識認為已到升息尾聲。未來降息時間點亦有所提前
12/14	ECB貨幣政策會議	有機會對降息的條件做出指引

資料來源：凱基整理

圖 10：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23		
GDP	GDP季增率	QoQ %	2.6	2.2	2.6	2.6	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	4.9	
	GDP年增率	YoY %	(2.2)	5.8	1.9	0.7	0.7	1.7	1.7	1.7	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.9	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	7.1	6.5	6.4	6.0	5.0	4.9	4.0	3.0	3.2	3.7	3.7	3.2	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	6.0	5.7	5.6	5.5	5.6	5.5	5.3	4.8	4.7	4.3	4.1	4.0	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.2	6.5	5.9	5.4	5.5	5.2	4.4	4.4	4.0	3.2	3.4	3.4	3.4	3.4	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.6	5.2	5.1	4.9	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.3	4.3	3.8	3.7	3.7	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.2	62.3	62.4	62.5	62.6	62.6	62.6	62.6	62.6	62.8	62.8	62.7	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.6	3.5	3.4	3.6	3.5	3.4	3.7	3.6	3.5	3.8	3.8	3.9	
	非農業就業增加數	千	(9,289)	7,267	4,793	290	239	472	248	217	217	281	105	236	165	297	150	
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	(66)	717	894	177	577	139	(310)	273	268	222	86	(348)	
	Challenger企業廣告教員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	417	129	440	410	319	176	287	25	(8)	267	58	9	
	職缺求供比	倍	1.07	1.57	1.74	1.72	1.80	1.67	1.62	1.61	1.69	1.54	1.54	1.53	1.62	1.63	1.63	
經濟活動&企業狀況	平均時薪	YoY %	5.5	5.0	4.8	5.0	4.8	4.4	4.7	4.3	4.4	4.3	4.4	4.3	4.3	4.3	4.1	
	工業生產	YoY %	(7.2)	4.4	3.4	1.9	0.6	1.5	0.9	0.2	0.4	0.1	(0.4)	0.1	0.1	0.1	(0.2)	(0.7)
	耐久財訂單	YoY %	(4.6)	18.4	8.3	3.0	4.7	2.3	0.2	4.6	2.7	7.5	9.0	2.9	3.0	5.9	0.9	
	核心資本財訂單	YoY %	(8.3)	12.8	6.5	3.2	1.0	5.6	2.7	1.9	1.0	3.2	1.4	0.4	0.6	0.5	1.1	
	整體存銷比	倍	1.44	1.29	1.34	1.38	1.39	1.37	1.38	1.40	1.40	1.40	1.40	1.39	1.37	1.36	1.36	
	製造業存銷比	倍	1.62	1.49	1.47	1.47	1.49	1.48	1.49	1.48	1.50	1.49	1.48	1.47	1.46	1.46	1.46	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.15	1.24	1.27	1.30	1.27	1.28	1.30	1.29	1.30	1.30	1.30	1.30	1.31	1.31	
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	49.0	48.4	47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46.0	46.4	47.6	49.0	46.7	
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	55.5	49.2	55.2	55.1	51.2	51.9	50.3	53.9	52.7	54.5	53.6	51.8	
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	46.8	45.1	42.5	47.0	44.3	45.7	42.6	45.6	47.3	46.8	49.2	45.5	
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.46)	0.40	(0.02)	(0.54)	(0.44)	0.40	(0.29)	(0.50)	0.09	(0.16)	(0.43)	0.18	(0.15)	(0.02)	(0.49)	
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.6)	6.6	0.9	(4.6)	(6.0)	(6.0)	(6.8)	(7.9)	(8.1)	(7.9)	(7.9)	(7.5)	(7.6)	(7.8)	(7.6)	
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8			44.8				46.0		50.8		33.9		
	銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4			(31.3)				(55.6)		(51.6)		(30.5)		
	房市	建築許可	千, saar	1,479	1,740	1,666	1,402	1,409	1,354	1,482	1,437	1,417	1,496	1,441	1,443	1,541	1,471	1,487
		新屋開工	千, saar	1,397	1,606	1,551	1,427	1,357	1,340	1,436	1,380	1,348	1,583	1,418	1,451	1,305	1,346	1,372
新屋銷售		千, saar	833	769	637	582	636	649	625	640	679	710	683	736	676	759		
成屋銷售		百萬, saar	5.6	6.1	5.1	4.1	4.0	4.0	4.6	4.4	4.3	4.3	4.2	4.1	4.0	4.0	3.8	
標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數		YoY %	10.3	18.6	4.9	7.0	4.9	2.8	0.6	(1.1)	(1.7)	(1.8)	(1.2)	0.1	2.2			
消費	個人支出	年比%, sa	(2.5)	8.4	2.5	0.9	1.3	2.3	2.3	1.7	1.6	1.8	2.1	2.6	2.3	2.4		
	零售銷售	YoY %	0.9	18.2	9.7	6.1	6.0	7.4	5.3	2.2	1.3	2.1	1.5	2.8	2.8	4.1	2.5	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.7	17.2	11.3	7.4	7.2	8.4	6.4	2.5	1.6	1.4	0.5	1.7	2.4	3.5	2.3	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	14.1	13.3	15.7	14.9	14.8	15.9	15.1	15.7	15.7	15.0	15.7	15.5	
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	101.4	109.0	106.0	103.4	104.0	103.7	102.5	110.1	114.0	108.7	104.3	102.6	
密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	56.7	59.8	64.9	66.9	62.0	63.7	59.0	64.2	71.5	69.4	67.9	63.8		
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.2)	(10.5)	(5.4)	(5.1)	(5.4)	(5.9)	(6.1)	(6.7)	(7.2)	(7.8)	(8.3)	(8.4)	(5.6)	(6.3)	(6.1)	
	經常帳	佔GDP%	(2.8)	(3.5)	(3.8)		(3.7)			(3.4)			(3.2)					
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	1,321	171.5	152.8	30.8	81.6	196.0	127.2	19.3	186.1	9.5	62.2	(1.7)		
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	4.00	4.50	4.50	4.75	5.00	5.00	5.25	5.25	5.50	5.50	5.50		
	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	3.61	3.87	3.51	3.92	3.47	3.42	3.64	3.84	3.96	4.11	4.57	4.93	
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	106.0	103.5	102.1	104.9	102.5	101.7	104.3	102.9	101.9	103.6	106.2	106.7	

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Nov-22	Dec-22	Jan-23	Feb-23	Mar-23	Apr-23	May-23	Jun-23	Jul-23	Aug-23	Sep-23	Oct-23	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.5	2.4	(0.8)			(3.3)			1.4		2.3			
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.4	2.7	3.1	2.4	2.4	2.0	1.8	1.9	2.5	2.9	3.1	
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.9	2.7	2.9	2.7	3.0	2.6	2.6	2.7	2.6	2.7	2.6	2.5	2.5	
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	3.4	
經濟活動	工業生產	YoY %	8.8	14.7	(1.7)	(9.2)	(11.5)	(23.6)	(10.0)	(16.0)	(22.6)	(15.7)	(17.3)	(15.5)	(10.8)	(6.7)	
	Markit台灣製造業PMI	點		58.5	47.7	41.6	44.6	44.3	49.0	48.6	47.1	44.3	44.8	44.1	44.3	46.4	47.6
	景氣對策燈號					藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	藍	黃藍	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	12.0	12.0	11.0	10.0	11.0	11.0	12.0	13.0	15.0	15.0	17.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.6	(3.0)	(7.1)	(6.8)	(6.2)	(5.6)	(5.3)	(4.9)	(4.5)	(4.1)	(3.9)	(4.0)	(4.4)	
	景氣同時指標	YoY %	(0.7)	7.1	(1.1)	(9.9)	(11.9)	(13.5)	(14.4)	(14.6)	(14.3)	(13.3)	(11.8)	(9.9)	(7.6)	(5.1)	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	1.8	9.4	4.3	4.6	7.6	7.5	17.1	13.9	5.3	4.3	6.0	
外貿	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	36.1	35.8	31.5	31.1	35.2	36.0	36.1	32.3	38.7	37.4	38.8	38.1
	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	32.7	31.0	29.2	28.7	31.0	29.3	31.3	26.4	30.3	28.8	28.5	32.3
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	3.4	4.8	2.3	2.4	4.2	6.7	4.9	6.0	8.5	8.6	10.3	5.8
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	(13.1)	(12.2)	(21.2)	(17.1)	(19.1)	(13.3)	(14.1)	(23.4)	(10.4)	(7.3)	3.4	(4.5)
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	(9.2)	(11.7)	(16.8)	(9.5)	(20.1)	(20.3)	(21.8)	(30.1)	(21.0)	(23.0)	(12.2)	(12.3)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	50.1	52.2	47.5	42.1	46.6	42.5	45.7	44.2	47.7	46.0	51.4	53
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	(23.5)	(23.2)	(19.3)	(18.3)	(25.7)	(18.1)	(17.6)	(24.9)	(12.0)	(15.7)	(15.6)	(4.6)
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	4.4	4.1	2.7	2.0	2.0	2.7	3.3	2.4	3.7	2.9	2.8	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	7.4	7.1	6.7	6.8	6.6	6.7	6.6	5.9	6.9	6.5	6.0	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	552.2	554.9	557.1	558.4	560.3	561.1	562.9	564.8	566.5	565.5	564.0	561.1
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.6	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
	新台幣匯率	USD/TWD	28.3	27.7	30.7	30.9	30.7	30.0	30.5	30.5	30.7	30.8	31.1	31.4	31.9	32.3	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。