

<本次亮點>

1. 聯準會 11 月利率會議宣布升息三碼 (75BP)，上調聯邦基金利率目標區間至 3.75-4% 之間，符合市場預期，但令市場意外的是，聯準會主席鮑爾在會後記者會指出，未來點陣圖 (Dot Plot) 的終點利率 (Terminal Rate) 將比市場預期的更高，明言點陣圖仍有上修空間。
2. 鮑爾指出，聯準會內部有在開始討論放緩升息速率，但這不應被視為「鴿派」，現在要暫停升息還言之過早，通膨要獲得完全控制仍需要時間，聯準會只有在確定可以將通膨率降至 2% 目標時，才會考慮放緩升息幅度，且預示本輪升息循環的終點利率可能會高於預期，鮑爾可以說在會後記者會上，完全擊潰聯準會轉鴿的幻想。
3. 展望道瓊指數後市，美國失業率仍然處在歷史低檔水平，顯示勞動力市場帶來的薪資通膨壓力仍是十分巨大，這將令聯準會需要繼續向上升息來壓制美國經濟內部的消費需求、以求進一步拉升美國失業率，而在此過程中，美國經濟衰退的壓力已是比 9 月聯準會利率會議時更為龐大，道瓊具有再次下修財測之壓力。

升息終點利率還將上移， 道瓊後市暫難樂觀

聯準會 (Fed) 11 月利率會議宣布升息三碼 (75BP)，上調聯邦基金利率目標區間至 3.75-4% 之間，符合市場預期，但令市場意外的是，聯準會主席鮑爾 (Jerome

Powell) 在會後記者會指出，未來點陣圖 (Dot Plot) 的終點利率 (Terminal Rate) 將比市場預期的更高，明言點陣圖仍有上修空間，而在美國經濟加速放緩的前景下，聯準會顯然將擴大經濟衰退之可能性，使得道瓊指數後市仍難樂觀看待。

針對當前美國經濟現況，鮑爾亦承認已看到經濟放緩之現象，鮑爾指出，當前美國經濟的消費支出和生產增長緩慢，房市活動明顯減弱，高利率和緩慢的產出增長也給企業固定投資帶來了壓力，但勞動力市場需求仍是十分強勁，故使得薪資存在上升壓力，再加上疫情和俄烏戰爭導致食品、能源供需失衡，通貨膨脹仍在上升。

鮑爾指出，聯準會內部有在開始討論放緩升息速率，但這不應被視為「鴿派」，鮑爾強烈表示，現在要暫停升息還言之過早，通膨要獲得完全控制仍需要時間，聯準會只有在確定可以將通膨率降至 2% 目標時，才會考慮放緩升息幅度，且預示本輪升息循環的終點利率可能會高於預期，鮑爾可以說在會後記者會上，完全擊潰聯準會轉鴿的幻想。

美國勞動部 11 月 4 日公布最新 10 月非農數據，雖然就業總量超預期、但事實上就業結構已經轉弱，但相信美國勞動力市場「初現」一個月數據的趨緩徵兆，仍無法消滅聯準會再次上調終點利率的可能，預計聯準會將需要看到更多美國勞動力市場轉弱的證據、降低薪資螺旋通膨上升的壓力，才可能轉向停止升息。

展望道瓊指數後市，從近期多項經濟數據觀察，確信美國經濟已在加速放緩，但在此過程中，美國失業率仍然處在歷史低檔水平，顯示勞動力市場帶來的薪資通膨壓力仍是十分巨大，這將令聯準會需要繼續

向上升息來壓制美國經濟內部的消費需求、以求進一步拉升美國失業率，而在此過程中，美國經濟衰退的壓力已是比 9 月聯準會利率會議時更為龐大，這對與經濟掛鉤程度極高的道瓊指數來說，仍具有再次下修財測 (Guidance) 之壓力。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2022/11/4

總經分析：

一. 聯準會消滅鴿派幻想，終點利率預計上移：

聯準會 11 月利率會議上，與會票委一致同意宣布升息三碼 (75BP)，上調聯邦基金利率目標區間至 3.75-4% 之間，符合市場預期，而未來升息速率有望放緩，但不應被視為鴿派，反倒未來的點陣圖上的終點利率，還有可能進一步上移。

鮑爾在記者會上表示，聯準會將在 12 月和 2023 年 1 月的利率會議上討論放緩升息，但暫停升息還為時尚早，雖然升息已對經濟產生影響，但要完全控制通膨還需要時間，鮑爾強調，要以史為鑑，不能過早放鬆政策，只有在確定可以將通膨降至 2% 目標時，才會考慮放緩升息幅度，並預示升息終點可能會高於此前預期。

記者會上鮑爾被問及到軟著陸 (Soft Landing) 可能性時，鮑爾也坦言，雖然軟著陸機率仍舊存在，但機率正在逐漸縮

小，因為今年以來商品通膨下降幅度不如預期，再加上當前美國勞動力市場仍舊十分強勁，導致服務性通膨仍舊偏高，這毫無疑問使得美國的通膨形勢在年內仍極具挑戰。

當前美國勞動力市場強勁、需求猛烈的論述，是具有充份證據，例如美國 9 月職位空缺數 (JOLTs) 回升至 1070 萬人，大幅超越市場預期的 970 萬人，這增加薪資增速持續上揚的通膨風險，故目前聯準會透過高壓升息政策、以拉升失業率來降低通膨的貨幣政策，已使硬著陸 (Hard Landing) 的風險上升。



美國 JOLTs 職位空缺數 資料來源：tradingview 資料日期：2022/11/2

聯準會本次會議釋放了將調整升息速率的信號，雖然可能放緩升息幅度、但也將延長升息循環的時間，這主要是考慮到貨幣政策具有滯後性的原因，這也是令硬著陸機率上升的主要原因。

在聯準會 11 月會議後，芝商所 (CME) FedWatch 利率期貨預測，聯準會 12 月預計升息二碼 (50BP) 機率為 52.0%，升息三碼 (75BP) 機率為 48.0%，而展望 2023 年，市場預計本輪升息循環的終點利率可能落在 5.0-5.25%，意即市場預期未來還有五碼 (125BP) 的升息空間，這比先前 9 月聯準會點陣圖預期的升息終點 4.5%-4.75%，還要再高出二碼 (50BP)。



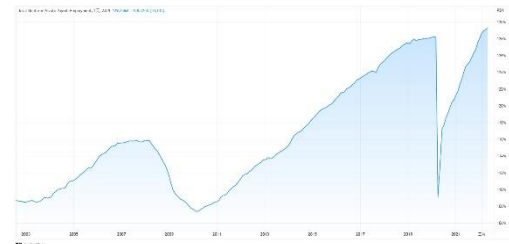
最新 CME 數據顯示，市場預計聯準會 12 月升息二碼機率為 52.0%，升息三碼機率為 48.0% 資料來源：CME 資料日期：2022/11/4

二.10 月非農報告初現趨緩徵兆，但難令聯準會停止升息

美國勞工部公布最新 10 月非農新增就業報 26.1 萬人，遠高於市場預期的 20 萬人，但低於修正後前值 31.5 萬人，凸顯就業市場依然穩健，不過 10 月失業率意外升至 3.7%，高於市場預期的 3.6%，透露就業市場出現降溫跡象。

10 月非農就業報告：

- 非農新增就業報 26.1 萬人，預期 20 萬人，修正後前值 31.5 萬人
- 失業率報 3.7%，預期 3.6%，前值 3.5%
- 平均每周工時報 34.5 小時，預期 34.5 小時，前值 34.5 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.7%，預期 4.7%，前值 5%
- 平均每小時薪資月增率報 0.4%，預期 0.3%，前值 0.3%
- 勞動參與率報 62.2%，預期 62.4%，前值 62.3%



美國總非農就業人數 資料來源：tradingview 資料日期：2022/11/4

此次就業人數增長的主要驅動力來自醫療保健、專業和技術服務，美國 10 月醫療保健新增就業 5.3 萬人，專業和技術服務新增就業 4.3 萬人，製造業新增就業 3.2 萬人，社會援助新增就業 1.9 萬人，批發銷售新增就業 1.5 萬人，休閒及飯店業新增就業 3.5 萬人，交通和倉儲新增就業 8 千人，金融業新增就業 3 千人。

雖然失業率自 9 月的 3.5% 上升至 3.7%，且身兼二職（具有一正職工作以及一兼職）的勞工數量更在持續上升，顯示美國勞動力市場小幅趨緩，再加上結合 9 月 JOLTs 職位空缺數高達 1070 萬之數據一同觀察，不難發現到，美國勞動力市場的需求仍是相當暢旺。

故雖然 10 月美國失業率是出現上升 0.2 個百分點至 3.7%，但 3.7% 仍是落在歷史低檔區，且這僅是單單一個月失業率上升之數據，故相信聯準會將不致為此改變當前的緊縮態度，若要以 10 月非農報告預判聯準會本輪升息循環有望觸頂，那麼這將是言之過早。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 11 月 4 日數據顯示，道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward 12 months P/E Ratio) 已大幅躍升 17.92 倍，估值水準對比先前的低點 15.07 倍大幅上升，但事實上道瓊指數股

價近期卻已經破底，反映出 10 月道瓊指數的強勢反彈。

道瓊指數雖然在 10 月累計強漲逾 10%，但這也令估值水準高速走升，而在聯準會難以結束升息循環、且經濟衰退壓力持續加重的雙重壓力下，道瓊成份股估計仍高度可能再次經歷一次財測下修潮，故當前估值的真實水平，相信已是相當昂貴。

P/E Ratio			
Index	11/4/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	20.01	22.65	17.92
S&P 500	18.37	29.05	16.92
NASDAQ 100	23.01	35.93	20.87
Russell 2000	78.98	900.9	22.49

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/11/4

US 30 後市：

美國 10 月非農總量數據表現強勁，但是失業率同時上升、勞動參與率下降，這主要是因為 10 月非農強勁主要是因為身兼二職（具有一正職工作以及一兼職）的勞工數量在顯著上升，這顯示了美國勞動力市場的結構已有所鬆動，但此單單一個月的非農數據，並不意味著能夠支持聯準會的升息態度轉向，因當前美國薪資增長帶來的螺旋式通膨壓力，仍是相當巨大。

再加上從勞動力市場另一指標看，9 月 JOLTs 職位空缺數達 1071.7 萬人，高於預期和前值的 1000 萬和 1028 萬人，創今年第二大增幅，同時 9 月每個失業者對應約 1.9 個可用工作，而當前聯準會對

JOLTs 數據可謂是十分看重，例如在 11 月利率會後記者會上，鮑爾又再次重申表示：「JOLTs 可以作為非常好的勞動力市場需求指標，且當前 JOLTs 已變得越來越重要。」

聯準會主席鮑爾在 11 月的利率會議記者會上指出，接下來可能減緩升息速度，但終點利率 (Terminal Rate) 可能比原先預期的更高，故減緩升息速率不應視為「鴿派轉向」，鮑爾強調，雖然高壓升息已對美國經濟產生影響，但要完全控制通膨，聯準會還有一段很長的路要走，目前要思考暫停升息還為時尚早。

展望道瓊指數後市，美國經濟加速放緩的證據顯著，而雖然 10 月美國失業率小幅回升至 3.7%，但仍處在歷史低檔水平，且薪資增長仍在持續加速，薪資帶動的螺旋式通膨壓力仍未緩解，故這令聯準會仍需要繼續升息來壓制美國經濟的消費需求，而當前看，美國經濟衰退的壓力已是比 9 月聯準會利率會議時更為龐大，這對與經濟掛鉤程度極高的道瓊指數來說，仍具有再次下修財測 (Guidance) 之壓力，故道瓊指數短期 3 個月內，仍是難以樂觀。

OANDA 官方網站

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

OANDA US30 指數價格走勢

<https://www.oanda.com/bvi-ft/cfds/instruments/us30-usd/>

本網站上發布的事項僅用於提供可作為投資決策參考的資訊，不構成所述投資買賣的邀請或要約。請自行判斷投資政策、投資時機等。請注意根據此服務的資訊，我們對任何交易損失概不負責。此外，本公司也不保證資訊的準確性和完整性，並可能在不事先通知的情況下更改或取消內容。

請注意，我們對資訊中的任何遺漏或錯誤概不負責。