

## <本次亮點>

1. 在聯準會 2022 年的高壓升息政策之後，美國經濟於 2023 年跌入衰退的機率已是大幅攀升，而目前支撐美國經濟的唯一動能，就是美國強勁的勞動力市場，但 2023 年美國勞動力市場的韌性也開始將要出現動搖，這將令美國經濟在 2023 年面臨消費收縮、企業資本支出續降的「雙殺」格局，故在美國經濟高度可能跌入衰退的前景下，道瓊指數後市仍尚未見到樂觀轉折。
2. 資產價格的核心定價正逐步往勞動力市場傾斜，考慮到美國 10 月和 11 月 CPI 和 Core CPI 連續二個月的超乎預期回落，而隨著美國勞動力市場在 2023 年需求端繼續走弱後，帶動勞動力市場持續趨於平衡，預計 2023 年下半年降息預期不斷走強，勞動力市場會成為影響聯準會降息預期的核心指標。
3. 展望道瓊指數後市，美國勞動力市場預計在 2023 年進一步放緩，一旦作為通膨最堅韌的薪資黏性出現走弱，那麼美債殖利率預估將繼續下行，這將緩和道瓊指數的估值修正壓力，但企業獲利的下修循環則尚未結束，道瓊指數的牛市轉折點，仍需等待一段時間。

## 勞動力市場進一步平衡， 道瓊獲利下修循環尚未結 束

在聯準會 (Fed) 2022 年的高壓升息政策之後，美國經濟於 2023 年跌入衰退的機率已是大幅攀升，而目前支撐美國經濟的唯一動能，就是美國強勁的勞動力市場，但 2023 年美國勞動力市場的韌性也開始將要出現動搖，這將令美國經濟在 2023 年面臨消費收縮、企業資本支出續降的「雙殺」格局，而道瓊指數又是美股四大指數中與美國經濟掛鉤程度最高之指數，故在美國經濟高度可能跌入衰退的前景下，道瓊指數後市仍尚未見到樂觀轉折。

截至 11 月，新增非農就業三個月移動平均為 27.2 萬人，較前值的 28.7 萬人回落，且明顯低於去年同期水平，持續領取失業金人數也已經出現攀升，需求側的放緩將使得勞動市場供需趨於平衡，另外，失業率和自然失業率的缺口也顯示薪資通膨螺旋 (Wage-Price Spiral) 會看到一定的改善，因 2022 年失業率和自然失業率缺口的走擴對薪資增速形成提振，但 12 月 FOMC 會議顯示，2023 年失業率預計上升至 4.6%，而同期自然失業率預計為 4.42%，這兩者之差轉負也意味著薪資增幅將掉頭回落。

資產價格的核心定價正逐步往勞動力市場傾斜，考慮到美國 10 月和 11 月個人消費支出 (CPI) 和核心個人消費支出 (Core CPI) 連續二個月的超乎預期回落，這意味著聯準會 (Fed) 終點利率雖然還將上修，但上修空間已然不大，因終點利率與通膨的下降速度是更加相關，而隨著美國勞動力市場在 2023 年需求端繼續走弱後，帶動勞動力市場持續趨於平衡，預計 2023 年下半年降息預期不斷走強，勞動力市場會成為影響降息預期的核心指標。

展望道瓊指數後市，美國勞動力市場預計在 2023 年進一步放緩，一旦作為通膨最

堅韌的薪資黏性出現走弱，那麼美債殖利率預估將繼續下行，這將緩和道瓊指數的估值修正壓力，但值得注意的是，由於薪資黏性難以短期內立刻拔除，故通膨將仍具有韌性，這將支撐聯準會利率維持在高檔水平一段更長時間，這也意味著企業獲利の下修循環尚未結束，道瓊指數的牛市轉折點，仍需等待一段時間。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2022/12/30

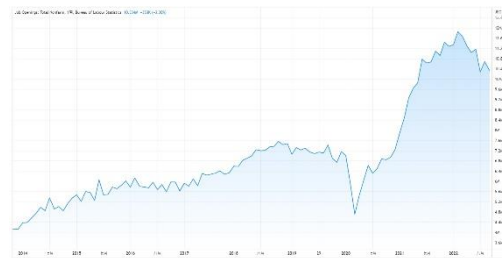
## 總經分析：

### 一.美國勞動力市場仍緊俏，降息將發生在失業率快速上行之後：

美國新冠疫情對勞動力市場的影響，主要在於二點：平均工作時間減少、薪資增速上行，除了疫情直接導致美國淨移民人數銳減以及死亡人數激增之外，據美國勞工部調查顯示，在受到疫情長期影響下，全職工作者也從疫情前的 72% 大幅回落至 44%，這是導致美國勞動力市場供需不平衡的最大原因。

美國勞工部數據也顯示，美國 10 月職位空缺數 (Job Openings: Total Nonfarm) 為 1033.4 萬個，遠高於疫情前約 700 萬個，而就業率則為 60%，也還未達到疫情爆發前的 61.2% 水平，勞動力市場嚴重的供需缺口擴大導致企業必須薪資來爭取勞工，這不僅推動了美國近 25 年來最強勁的薪資增長，也加劇了家庭用品和服務性商

品的通膨黏性。



美國 JOLTS 職位空缺數 資料來源：  
tradingview 資料日期：2022/12/30

2023 全年新增就業總量持續放緩，但貨幣政策接近降息的時間點，還是要首先見到失業率的快速上行，而這樣的論述，主要理由有下列三點：

1. 從總量上來看，截至 11 月，美國新增非農就業三個月移動平均為 27.2 萬人，較前值的 28.7 萬人回落，且明顯低於去年同期的 58.3 萬人。
2. 從領取失業金人數來看，雖然當週初請失業金人數還未出現明顯拐點，但是持續領取失業金人數已經出現一定程度的攀升，數據顯示，持續領取失業金人數已經從 9 月中旬的 134.6 萬人上升至當前的 167.1 萬人。
3. 從歷史來看，由於勞動力市場本身為滯後指標，所以在經濟衰退的初期，失業率並不會大幅上升，而在 80 年代之後聯準會啟動降息循環，通常發生在失業率快速上行之後。

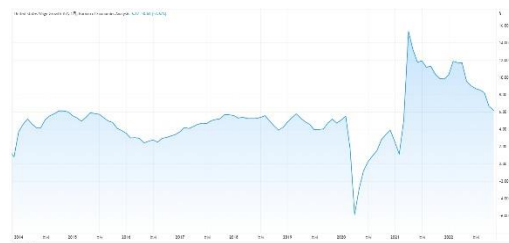
### 二.美國經濟放緩，將幫助勞動力市場趨於平衡：

一如聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 在 12 月 FOMC 會議上所強調的，當前美國勞動力市場仍然十分緊俏，儘管職位空缺數比 2022 年初已有所減少，但整體看，

勞動力市場仍然失衡，因美國在新冠疫情之後，美國淨移民人數銳減以及死亡人數上升，使得勞動力市場出現了結構性問題。

也因為美國勞動力市場在新冠疫情之後出現結構性問題，這使得 2022 年失業率和自然失業率缺口的走擴，進而對薪資成長形成提振，截至最新的 3Q22 數據為止，美國失業率和自然失業率之差已從 2Q22 的 0.84% 上升至 0.94%，相對應的就是美國非農的平均時薪年增率持續處於高位。

而根據 12 月 FOMC 會議所釋出的最新經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP)，聯準會預計 2023 年美國失業率上升至 4.6%，而預計同期自然失業率則為 4.42%，兩者之差逐漸收窄並轉負，這意味著在 2023 年全年裡，美國整體薪資成長也勢將向下回落，只是美國經濟若沒有在 2023 年內陷入嚴重衰退，那麼薪資成長的下滑速度，預估也僅是緩降、並非急降。



美國薪資成長年增率 資料來源：  
tradingview 資料日期：2022/12/30

觀察 2023 年美國勞動力市場，一方面由於美國整體經濟增速的放緩，產出缺口收縮將抑制非農新增人口，另一方面，2022 年服務業的旺盛加劇了部分低技術勞工需求，而考慮到服務業 PMI 領先美國非農服務業新增 10-12 個月左右，故 2022 年下半年服務業 PMI 的驟降，也暗示 2023 年下半年相關產業的新增就業需求也可能大幅收縮，勞動力市場預計進一步趨於平衡。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 12 月 30 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) 報 18.28 倍，估值持續在 18 倍整數大關徘徊。

在聯準會預計在 2023 年停留高利率水平一段更長時間，以拉升美國失業率的前景下，預計美國經濟的消費需求還將進一步減弱，故合理預期，道瓊成份股估將再次於 1H23 連續下修財測，包括營收、每股盈餘 (EPS) 等重要財務指標都將再次下修，故在基本面前景進一步轉差的壓力下，道瓊指數當前估值仍是偏高。

P/E Ratio			
Index	12/30/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	20.63	22.61	18.28
S&P 500	23.81	39.63	17.52
NASDAQ 100	23.81	39.63	21.96
Russell 2000	68.61	663.3	22.78

美股四大指數估值比較圖 資料來源：  
Bloomberg 資料日期：2022/12/30

## US 30 展望：

在聯準會預計於 2023 年持續維持利率在高檔一段更長時間，以繼續抑制美國經濟需求，故美國勞動力市場 2023 年供需趨於平衡、失業率震盪回升、平均時薪成長放緩的三大趨勢已是相當明確，而美國經濟在這三大趨勢的擠壓下，預計將於 2023 年內出現經濟衰退，並面臨消費收縮、企業

資本支出續降的「雙殺」格局，這將不利與美國實體經濟高度掛鉤的道瓊指數。

2022 年由於俄烏衝突、美國財政刺激導致需求旺盛，皆使得通膨預期不斷超越市場預期，也使得聯準會的終點利率不斷上修，而從最新 12 月聯準會的利率會議聲明內，可以發現到聯準會的政策重心，已經逐步從通膨預期和房地產降溫，逐漸轉移至勞動力市場，因目前美國服務類通膨的黏性，就是主要來自於薪資增長的韌性所導致。

雖然美國 10 月和 11 月 CPI 和核心 CPI 超預期回落，顯示了聯準會的終點利率還將上修，但上修空間估計已然不大，而隨著美國經濟在 2023 年將繼續受到聯準會的高利率政策所打擊，以拉升失業率、幫助勞動力市場進一步趨於平衡，故勞動力市場將成為 2023 年決定聯準會降息機率的核心指標。

展望道瓊指數後市，2023 年相信美國勞動力市場將進一步減緩緊俏壓力，而美債殖利率也將開始出現走低，這一方面定價經濟衰退的危險性、一方面也反映勞動力市場減緩後升溫的降息預期，而在美債殖利率可望走低的前景下，美股估值端壓力將出現緩和，但是預計企業獲利的下修循環則尚未見底，因為美國經濟在 2023 年將面臨到更大的消費放緩，道瓊指數的牛市轉折點，仍需等待一段時間。

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/>

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

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。