

<本次亮點>

1. 美國 12 月新增非農就業報 22.3 萬人，且失業率更是進一步下降至 3.5% 的歷史低位，顯示美國勞動力市場仍是十分強勁，雖然薪資增速出現顯著放緩，這令市場預期聯準會的終點利率將可能下降至 4.75-5.00%，無法升抵聯準會官員持續聲稱的 5.00% 上方，但這樣的論述很可能是低估了聯準會的鷹派決心。
2. 雖然 JOLTs 職位空缺數已觸頂滑落，但從當前的美國經濟消費需求衡量，預計短期內職位空缺數仍難以下降至合理範圍，而從產業就業缺口看，餐飲業與疫情前比仍有 3.2% 之差距，換算過來約為 39.8 萬個就業缺口，再從目前每月 3 萬人的餐飲新增就業計算，仍需至少 10 個月才能回到疫情前的就業水平。
3. 展望 US 30 後市，為確保薪資增長能夠持續滑落，以防止薪資通膨螺旋的壓力再次升溫，故聯準會相信將維持本輪升息循環終點利率至 5.00% 以上，並且維持在 5.00% 高利率水平一段更長時間，而美國經濟在失業率開始大幅走升之後，相信經濟痛苦才將開始，屆時道瓊指數預計將開啟補跌行情。

薪資增速放緩難刺激聯準會轉向，道瓊估將啟動補跌行情

美國 12 月新增非農就業報 22.3 萬人，連

續 7 個月表現超乎市場預期，且失業率更是進一步下降至 3.5% 的歷史低位，顯示美國勞動力市場仍是十分強勁，雖然薪資增速出現顯著放緩，這令市場預期聯準會 (Fed) 的終點利率 (Terminal rate) 將可能下降至 4.75-5.00%，無法升抵聯準會官員持續聲稱的 5.00% 上方，但這樣的論述很可能是低估了聯準會的鷹派決心。

從宏觀角度觀察，JOLTs 職位空缺數代表的勞動力市場缺口，仍處在歷史高點，雖然 JOLTs 職位空缺數已觸頂滑落，但從當前的美國經濟消費需求衡量，預計短期內職位空缺數仍難以下降至合理範圍，而從產業就業缺口看，餐飲業與疫情前比仍有 3.2% 之差距，換算過來約為 39.8 萬個就業缺口，再從目前每月 3 萬人的餐飲新增就業計算，仍需至少 10 個月才能回到疫情前的就業水平。

而雖然 12 月美國非農薪資年增率報 4.6%，下降速度略超市場預期，故刺激市場認為聯準會本輪升息循環的終點利率，將可能無法如聯準會官員們所稱的將升到 5.00% 以上，但值得注意的是，美國時薪下滑有部分原因是基期效應所致，且鑒於失業率再度來到歷史低點的 3.5%，顯示了勞動力市場仍是十分緊俏，故事實上聯準會若下修終點利率，給予市場貨幣政策轉向鴿派的想像，那麼這反倒可能助長薪資增長重燃，相信這絕非聯準會所樂見。

展望 US 30 後市，為確保薪資增長能夠持續滑落，以防止薪資通膨螺旋 (wage-price spiral) 的壓力再次升溫，故聯準會更可能的貨幣政策路徑，相信是維持本輪升息循環終點利率至 5.00% 以上，並且維持在 5.00% 高利率水平一段更長時間，以拉動失業率回升至 4.5% 上方，進一步壓制薪資增長反彈的可能性，而美國經濟在

失業率開始大幅走升之後，相信經濟痛苦才將開始，而由於道瓊指數 30 檔成份股與美國經濟掛鉤程度極高，故預期屆時道瓊指數將開啟補跌行情。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/1/13

總經分析：

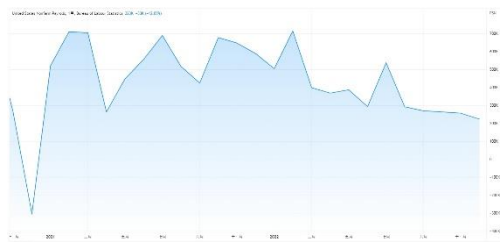
一.美國 12 月非農再超預期，失業率回落歷史低點：

美國勞工部公布 12 月新增非農就業人報 22.3 萬人，高於市場預期，失業率降至 3.5%，勞工平均時薪年增 4.59%，顯示勞動市場成長仍舊強勁，薪資通膨有出現連續性降溫，但仍是維持著較高的成長速度，這也意味著只要失業率不走升，薪資增長即使放緩，也不太可能順利回落至 2% 附近的增長水平。

12 月非農報告細項：

- 非農新增就業報 22.3 萬人，預期 20 萬人，修正後前值 25.6 萬人
- 失業率報 3.5%，預期 3.7%，修正後前值 3.6%
- 平均每週工時報 34.3 小時，預期 34.4 小時，前值 34.4 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.6%，預期 5.0%，前值 4.8%
- 平均每小時薪資月增率報 0.3%，預期 0.4%，前值 0.4%

- 勞動參與率報 62.3%，預期 62.2%，修正後前值 62.2%



美國新增非農就業人數 資料來源：
tradingview 資料日期：2023/1/6

12 月非農新增繼續主要來自休閒娛樂 (6.7 萬)、醫療 (5.5 萬)、建築 (2.8 萬) 等，從細分產業看，以飯店 (1 萬)、餐飲 (2.6 萬) 和博弈休閒 (2.5 萬) 就業為代表的旅遊相關產業表現尤其突出，而醫療產業以及個人和家庭服務在 2022 年恢復加速，均顯示出疫情后期經濟活動正常化持續。

製造業方面則出現分化，非耐久財 (-1.6 萬) 出現下降，但以汽車、半導體為代表的耐久財產業 (2.4 萬) 就業仍維持強勁，而臨時性支持服務、資訊科技業、快遞倉儲則出現月增率就業下滑；其餘產業基本沒有變化或漲幅微弱。

預計勞動力市場至少需要半年才可緩解緊繃，因為從綜合 JOLTs 職位空缺數觀察，JOLTs 職位空缺數的就業缺口仍處於歷史高位，雖然近幾個月職位空缺數已從高點滑落，但鑒於失業率仍低至歷史低點，故相信在勞動力市場緊俏的壓力下，薪資增速短期仍難以下降至合理範圍。

二.薪資增長雖放緩，但仍難刺激終點利率下移：

美國 12 月平均薪資月增率報 0.3%，低於市場預期的 0.4%，修正後前值為 0.4%；以年增率看，12 月平均薪資年增率報

4.6%，同樣低於市場預期的 5%，修正後前值為 4.8%，創下 2021 年 8 月以來新低。

美國非農薪資年增率已連續數個月出現下降，但仍需降至 4% 以下才可以看到服務性通膨黏性的壓力減少，且需至少半年才能確定不會反彈，而目前市場共識認為，薪資增速持續下降將減輕通膨預期，但值得注意的是，總體時薪下滑有基期效應的部分作用，從歷史經驗看，需要半年以上的時間維度來確認是否為實質性的下降。



美國失業率 資料來源：tradingview 資料日期：2023/1/6

12 月薪資增長持續下滑，故 2023 年 2 月 FOMC 會議確實有望進一步放緩升息幅度至一碼 (25BP)，但是，考慮到美國民間消費韌性仍強，就業市場依然堅挺，故相信聯準會仍會維持終點利率 5.00% 以上之目標，不太可能輕易下調終點利率預期。

近期以來聯準會多位官員在公開演講上，多次強調本輪升息循環的終點利率估將升至 5.00-5.25% 以上，因當前勞動力市場仍舊緊俏，故聯準會為了達到長期通膨回落至 2% 之目標，將需要拉升失業率至少在 4.0% 自然失業率以上，如此才能舒緩勞動力市場緊俏，並藉此壓制一旦聯準會薪資增長重燃的可能。

即使美國薪資增長連續下滑，但預期聯準會將對這樣的趨勢維持謹慎，並不會提早進入降息週期，因在失業率低於自然失業

率的總經環境下，聯準會若過早寬鬆，薪資增長率將相當有機會向上重燃，故聯準會預計將維持升息至 5.00% 以上，並維持高利率在 5.00% 以上一段更長時間，以引導通膨率朝向長期通膨目標 2% 邁進。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 1 月 13 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 18.78 倍，估值直逼 19 倍的整數大關。

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 | 1/13/23 | Year ago | Forward 12 mons |
| Dow Jones | 22.11 | 21.91 | 18.78 |
| S&P 500 | 19.15 | 28.55 | 17.37 |
| NASDAQ 100 | 24.75 | 37.85 | 21.65 |
| Russell 2000 | 63.91 | 635.7 | 21.92 |

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2023/1/13

US 30 展望：

由於 JOLTs 職位空缺數仍超過 1000 萬個職缺數，這代表的勞動力市場仍是十分緊

繃，預計勞動力市場至少需要半年才有可能恢復正常，勞動力市場恢復仍有一定空間，雖然目前部分美國科技公司出現裁員，但受疫情管控解除對服務業的持續影響，低收入人群就業持續復甦，聯準會要提早轉向的可能性幾乎是微乎其微。

聯準會預計將維持當前的緊縮政策，並繼續透過高利率水平來引導失業率走升，以壓制薪資增速以及美國經濟的消費需求，而美國科技業的裁員潮通常具有一定的領先意義，故未來服務業的就業增加空間相信將是有限，美國失業率即將走升的趨勢明確，美國經濟估計將於 1H23 溫和邁入衰退。

近期多位聯準會官員相繼表態，認為聯準會的終點利率至少要落在 5% 以上，但在 12 月非農報告公布薪資增長率低於預期之後，市場卻認為聯準會終點利率無法升抵 5.00%，故刺激美國股市強勁反彈，但這樣的論述很可能是過度樂觀，且低估聯準會的鷹派態度與抗通膨的決心。

展望 US 30 後市，為了引導美國長期通膨率朝向 2% 目標靠攏，聯準會估將維持當前高壓的緊縮政策，並致力於拉升美國失業率至 4% 自然失業率以上，而在此過程中，美國經濟的痛苦相信才是正要開始，並於 2Q23 跌入衰退，而考慮到道瓊指數 30 檔成份股與美國經濟掛鉤程度極高，故在美國經濟跌向衰退的預期下，相信道瓊指數成份股仍有下修財測之壓力，屆時道瓊指數將開啟補跌行情。

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。