

<本次亮點>

1. 聯準會召開 2 月利率會議，決議升息一碼將利率走廊拉升至 4.50-4.75% 區間，符合市場預期，但在本次會議上，聯準會主席鮑爾表示，目前仍是沒有看到勞動力市場供需趨於平衡的證據，勞動力市場依舊過於緊俏，且展望全年看，預計聯準會將不會降息。
2. 本次會議上，鮑爾強調未來可能再升息 2 碼後，聯準會就願意暫時停下升息腳步，看看高壓升息後對美國經濟的影響，這顯示聯準會當前的政策態度，是即使暫停升息，也將維持高利率一段更長時間，以引導美國失業率走高。
3. 展望道瓊指數後市，本輪升息循環的終點利率可能落在 5.00-5.25%，未比 12 月的點陣圖更為激進，這掃除了終點利率的不確定性，雖然這有助於股票的估值修正壓力停止，但在每股盈餘 (EPS) 的分母端上，將可能因為美國失業率走高、經濟進一步放緩而再次出現下修潮，且道瓊成份股並未如 Nasdaq 100 成份股已經經過多次的 EPS 下修，故道瓊指數的修正風險，估計將會比 Nasdaq 100 更大。

聯準會意欲拉升失業率， 道瓊修正風險比 Nas 100 更大

聯準會 (Fed) 召開 2 月利率會議，決議升息一碼 (25BP) 將利率走廊拉升至 4.50-

4.75% 區間，符合市場預期，但在本次會議上，聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 表示，目前仍是沒有看到勞動力市場供需趨於平衡的證據，勞動力市場依舊過於緊俏，且展望全年看，預計聯準會將不會降息，而這暗示著聯準會將引導失業率走高，以達成勞動力市場平衡與移除薪資通膨的黏性，這也為道瓊成份股帶來財測 (guidance) 進一步的下修風險。

在本次會議上，聯準會主席鮑爾強調未來可能再升息 2 碼 (50BP) 後，聯準會就願意暫時停下升息腳步，看看高壓升息後對美國經濟的影響，這顯示聯準會當前的政策態度，是即使暫停升息，也將維持高利率一段更長時間，以引導美國失業率走高、降低薪資通膨黏性，而一旦失業率開始走高，預計零售銷售、信用卡消費等數據就將出現擴大放緩，這相當不利與實體經濟高度掛鉤的道瓊成份股之基本面。

雖然鮑爾在記者會上強調，美國經濟實現軟著陸 (Soft Landing) 是相當可能的事，使得市場似乎也開始被說服此一論述，但這樣的預期很可能過度樂觀，目前還未看到太多證據美國經濟能夠實現軟著陸，因 ISM 製造業 PMI 已在加速下滑，但聯準會卻仍要維持高利率更長時間，藉此拉升失業率，而回顧歷史經驗，聯準會在每一次嘗試拉升失業率的紀錄中，都是進入經濟衰退後收場。

展望道瓊指數後市，鮑爾在本次會議表態，暫時確定本輪升息循環的終點利率 (terminal rate) 可能落在 5.00-5.25%，未比 12 月的點陣圖 (Dot Plot) 更為激進，這掃除了終點利率的不確定性，雖然這有助於股票的估值修正壓力停止，但在每股盈餘 (EPS) 的分母端上，將可能因為美國失業率走高、經濟進一步放緩而再次出

現下修潮，且道瓊成份股並未如 Nasdaq 100 成份股已經經過多次的 EPS 下修，故道瓊指數的修正風險，估計將會比 Nasdaq 100 更大。



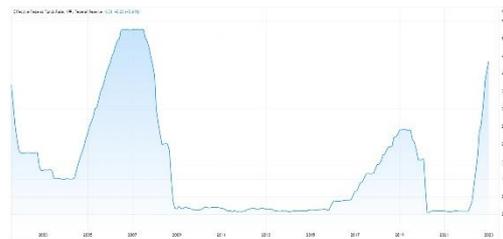
道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/2/2

總經分析：

一.聯準會確定 Terminal rate 峰值，但強調全年不降息：

聯準會於 2 月會議升息一碼 (25BP)，將基準利率升至 4.5%-4.75% 區間，符合市場預期，並且鮑爾在本次會議指出，未來聯準會可能再升息二碼 (50BP) 左右後，就將停下腳步看看高壓升息後對於美國經濟之影響，而這一表態，也是向市場確定了本輪升息循環的終點利率 (terminal rate) 峰值落點，相當可能落在 5.00-5.25%，但鮑爾仍強調，預計 2023 年「全年不降息」。

本次聯準會升息獲得聯邦公開市場委員會 (FOMC) 12 名 投票委員一致同意，使聯邦基金利率來到 4.5%-4.75% 的目標區間，創下 2007 年 10 月以來最高水平，這也是聯準會自 2022 年 3 月以來第八度升息。



聯邦基金利率走勢圖 資料來源：
tradingview 資料日期：2023/2/2

聯準會 2 月會後聲明指出，近期指標顯示消費支出仍在溫和成長，而近幾個月來就業成長依舊強勁，使得失業率仍維持在低點，而通膨雖然已經稍微緩解，但仍處在高點，故為了實現足夠限制性的貨幣政策立場，使通膨率隨著時間回到 2%，FOMC 預期「持續升息」(ongoing increases) 是適當的。

聲明指出，將根據升息至今的影響、政策的滯後效應以及金融和經濟環境的發展，來決定未來的「升息程度」(the extent of future rate increases)，不同於先前聲明措辭的「升息步伐」(the pace of future hikes)，這可能表明委員會認為升息即將在某處結束，或至少未來將轉向連續小幅升息。

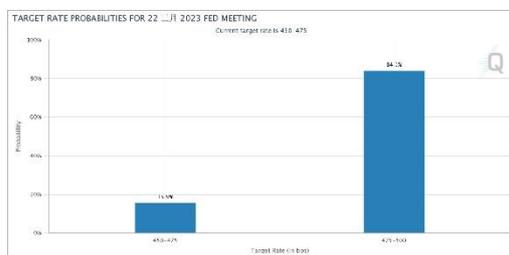
而在會後記者會上，市場關注鮑爾是否會反駁市場對賭聯準會將於 2023 年啟動降息的預期心理，鮑爾對此表示，「要恢復價格穩定，可能就需要在一段時間內保持限制性政策立場」，雖然最近有關物價壓力的數據令人鼓舞，但鮑爾認為，現在宣布戰勝通膨為時尚早。

同時鮑爾並指出，鑒於目前 JOLTs 職位空缺比率又再次重新升回 1.9:1 的緊俏水平 (意即有 1.9 個職位在找尋 1 位求職者)，故在尚未看到勞動力市場進一步取得平衡的壓力下，鮑爾認為，2023 年「不降息」會是較為適當的政策決定。

二.市場偏鴿解讀，但這樣的樂觀預期可能為時尚早：

聯準會一如市場預期，再次放緩了升息速率，將升息幅度自 2022 年 12 月的二碼 (50BP) 降至一碼 (25BP)，而儘管聯準會主席鮑爾在記者發布會上表示將繼續升息，且暗示本輪升息循環的終點利率 (terminal rate) 可能落在 5.00-5.25%，但利率期貨交易員仍舊在會後蜂擁而入，對賭聯準會無法升抵 5.00-5.25% 的目標水平。

據芝商所 (CME) 最新數據顯示，利率期貨交易員認為聯準會將於 3 月再次升息一碼 (25BP)，拉升基準利率至 4.75-5.00% 之後，聯準會就將停止升息，預計 2023 全年聯準會的終點利率就將停留在此一水平。



CME 利率期貨市場預計 3 月將再升息一碼
資料來源：CME 資料日期：2023/2/2

同時，利率期貨市場預計聯準會無法升抵 5.00-5.25% 的前瞻指引區間之外，還擴大對賭聯準會將提早於 9 月啟動降息，預計 9 月將降息一碼，降低基準利率至 4.50-4.75%。

而在一個月之前，對賭聯準會 9 月「至少」降息一碼的交易員比率為 29.4% (22.8% + 6.0% + 0.6%)，但在 2 月利率會議之後，目前比率已大幅上升至 43.7% (32.8% + 9.7% + 1.2%)，意味著將近

一半的交易員已經轉向對賭聯準會將提早寬鬆。

| TARGET RATE RANGE | NOV* | 1 YEAR | | 3 MONTH | | 1 MONTH | |
|-------------------|-------|----------|-----------|-----------|-----------|---------|-------|
| | | 1-25 BPS | 25-50 BPS | 25-50 BPS | 50-75 BPS | | |
| 4.50-4.75 | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 4.75-5.00 | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% | 9.7% |
| 5.00-5.25 | 32.8% | 32.8% | 32.8% | 32.8% | 32.8% | 32.8% | 32.8% |
| 5.25-5.50 | 47.3% | 47.3% | 47.3% | 47.3% | 47.3% | 47.3% | 47.3% |
| 5.50-5.75 | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% | 9.4% |
| 5.75-6.00 | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |

CME 利率期貨市場預計 9 月至少降息一碼的交易員比率大幅上升至 43.7% 資料來源：CME 資料日期：2023/2/2

考慮到美國勞動力市場仍就緊俏，聯準會看重的 JOLTs 職位空缺比率仍高達 1.9:1 的緊俏水平，這顯示勞動力市場的供需仍舊失衡，故聯準會若在如此緊俏的勞動力市場提早寬鬆，反倒可能重新點燃通膨反彈，這可能不是聯準會所樂見。

針對市場樂觀的降息預期，事實上鮑爾在會後記者會上亦有強調，預計聯準會 2023 年「不降息」會是適當的政策決定，因當前扣除房租、能源、蔬果價格後的超核心通膨 (Super Core CPI) 指標仍舊火熱，故聯準會當前仍不具備降息條件，而市場的降息預期已經提早開跑，或許是過度樂觀。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 2 月 2 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 22.66 倍，估值在近期快速漲破 20 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 | 2/2/23 | Year ago | Forward 12 mons |
| Dow Jones | 22.11 | 21.91 | 18.78 |
| S&P 500 | 19.72 | 25.96 | 18.29 |
| NASDAQ 100 | 26.36 | 33.75 | 23.08 |
| Russell 2000 | 52.41 | 412.6 | 23.12 |

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2023/2/2

US 30 後市：

從聯準會 2 月會議觀察，利率決議聲明有跡象顯示本輪的升息循環可能接近尾聲，例如主席鮑爾認為，未來聯準會可能再升息二碼 (50BP) 左右後，就將停下腳步來觀察高利率對於美國經濟之影響，但值得注意的是，暫停升息並不意味著啟動降息，且聯準會預計仍將維持高利率水平更長時間，這將使得美國失業率難以避免地向上升溫，不利道瓊指數後市。

鑒於美國勞動力市場仍舊十分強勁，如失業率仍在 3.5% 歷史低檔徘徊、JOLTs 職位空缺比率重回 1.9:1 等證據，故聯準會選擇將利率維持高檔一段更長時間之目的，即是希望透過高利率的壓力來引導美國經濟進一步放緩，從而帶動失業率走升後來移除薪資通膨的黏性，故預計未來 6 個月的時間裡，美國失業率將開始緩步走升。

道瓊指數於 2022 年表現堅挺，主要是因為道瓊 30 檔成份股多與美國經濟高度掛鉤，而美國經濟在 2022 年仍舊表現強勁，因在失業率極低的幫助下，美國消費

需求並未出現減弱，從而支撐了道瓊成份股的業績基本面，例如保險巨頭聯合健康 (UNH)、麥當勞 (MCD)、P&G (PG)、3M (MMM)、沃爾瑪 (WMT)、可口可樂 (KO) 等公司，而這些公司也是因為消費需求強勁，故能夠順利將旗下產品漲價，將高漲的通膨壓力轉移給消費者，進而擴大公司毛利率。

展望 US 30 後市，隨著美國經濟已進一步放緩，如 ISM 製造業 PMI 已跌入 45.0，低於 50 的景氣分水線下方，而雖然經濟出現放緩，但預計聯準會仍將維持高利率水平更長時間、不致過早進入降息，以藉此拔除薪資通膨黏性，故在經濟放緩 + 高利率的雙向壓力下，預計美國失業率將在 1H23 開始出現爬升，而在失業率爬升之後，美國零售銷售、信用卡消費等也估將開始下滑，這將令道瓊指數成份股將有進一步下修財測之壓力，而道瓊成份股並未如 Nasdaq 100 成份股已經經過多次的 EPS 下修，故道瓊指數的修正風險，將會比 Nasdaq 100 更大。

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。