

## <本期亮點>

1. 美國勞工部公布 1 月 CPI 年增率報 6.4% 超乎市場預期，而更重要的月增率報 0.5% 是合於市場預期，雖然並未出現重新加速，但也已開始感受到服務性通膨黏性的頑強支撐，這也將令聯準會 (Fed) 採取「維持高利率一段更長時間」的緊縮政策，這將令美國經濟更為放緩。
2. 美國 1 月 CPI 報告可能證明，服務業通膨將比商品通膨更頑強且難以抑制，雖然從一系列指標來看，經濟數據正朝著聯準會期望的方向發展，但放緩速度可能不再會像先前 2022 下半年那麼快，而有鑑於 CPI 數據已經浮現服務性通膨的韌性，預計市場也會繼續朝著「高利率持續更長時間」的方向重新定價，這將不利股市的估值乘數擴張。
3. 展望 US 30 後市，鑒於服務性通膨已成為當前 CPI 增速的主要支撐，而勞動力市場的強勁更是支持服務性通膨高漲的最主要原因，故聯準會的維持高利率一段更長時間之目的，相信就是要透過高利率政策來漸進式地拉升失業率，這對與實體經濟、民生消費高度掛鉤的道瓊成份股來說，將有再次下修財測、以及下修財測後伴隨而來的下修評級之風險。

## 服務性通膨頑強，Fed 拉升失業率不利道瓊後市

美國勞工部 (BLS) 公布 1 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 6.4% 超乎市場預期，

而更重要的月增率報 0.5% 是合於市場預期，雖然並未出現重新加速，但也已開始感受到服務性通膨黏性的頑強支撐，預計引導 CPI 高速下滑的商品通膨 (Commodity Inflation) 下降階段已經過去，通膨率將漸漸於之後幾個月數據中，服務性通膨將支撐 CPI「卡關」，難以再如先前數個月般見到 CPI 通膨率高速下滑，這也將令聯準會 (Fed) 採取「維持高利率一段更長時間 (Stay higher for longer)」的緊縮政策，這將令美國經濟更為放緩，不利道瓊指數後市。

美國 1 月 CPI 年增率報 6.4%，高於市場預期的 6.2%，而扣除食品和能源成本的核心 CPI 年增率則報 5.6%，亦高於市場預期的 5.5%，雖然 1 月 CPI 報告顯示美國通膨壓力續存，但 CPI 也已經自去年高點 9% 上方高速降至當前的 6%，故預計聯準會不至於在 3 月將更新的點陣圖 (Dot Plot) 中意外上修目前終點利率 (Terminal rate) 5.00-5.25% 的目標區間，聯準會估計將於 3 月維持終點利率目標不變，但會堅持「維持高利率一段更長時間」，這比當前市場預期的 2023 下半年降息，還要來得更為鷹派。

1 月 CPI 報告可能證明，服務業通膨將比商品通膨更頑強且難以抑制，雖然從一系列指標來看，經濟數據正朝著聯準會期望的方向發展，但放緩速度可能不再會像先前 2022 下半年那麼快，而有鑑於 CPI 數據已經浮現服務性通膨的韌性，預計市場也會繼續朝著「高利率持續更長時間」的方向重新定價，這將不利股市的估值乘數擴張。

展望 US 30 後市，鑒於服務性通膨已成為當前 CPI 增速的主要支撐，而勞動力市場的強勁更是支持服務性通膨高漲的最主要

原因，故聯準會的維持高利率一段更長時間之目的，相信就是要透過高利率政策來漸進式地拉升失業率，進而達到移除服務性通膨黏性的效果，而在此時期內，美國消費將會因為失業率走升而顯著放緩，這對與實體經濟、民生消費高度掛鉤的道瓊成份股來說，將有再次下修財測 (guidance)、以及下修財測後伴隨而來的下修評級 (de-rating) 之風險。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2023/2/15

## 總經分析：

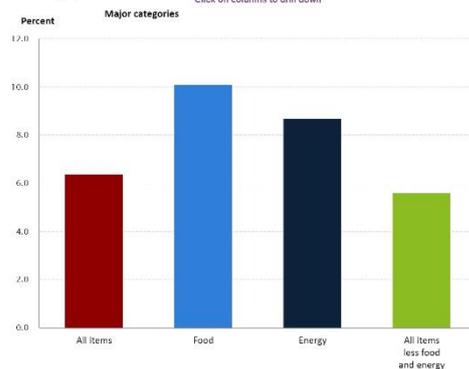
### 一.美國 CPI 超預期，服務性通膨黏性頑強：

- 美國公布今年 1 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 6.4%，雖然高於市場預期的 6.2%，但也是自 2022 年年中 CPI 觸頂以來連續第七個月放緩，而扣除食品和能源成本的核心通膨率 (Core CPI) 年增率則為 5.6%，創下 2021 年 12 月以來新低，但高於市場預期的 5.5%，低於前值 5.7%，整體 1 月份報告顯示美國通膨壓力續存，支持聯準會維持高利率一段更長時間，且時間的長度可能超越市場當前預期。
- 美國 1 月份 CPI 細項表現：
- 1 月 CPI 年增率報 6.4%，市場預期

6.2%，前值為 6.5%。

- 1 月 CPI 月增率報 0.5%，市場預期 0.5%，前值為 0.1%。
- 1 月核心 CPI 年增率報 5.6%，市場預期 5.5%，前值為 5.7%。
- 1 月核心 CPI 月增率報 0.4%，市場預期 0.4%，前值為 0.4%。

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, January 2023, not seasonally adjusted



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.  
美國 1 月 CPI 細項表現 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2023/2/14

CPI 通膨繼續呈現降溫趨勢，但整體下降速度已經出現顯著放緩，且聯準會目前最關心的「超核心通膨 (Super Core CPI)」、即不包括住房在內的核心服務業價格也出現降幅停滯，充分彰顯了服務性通膨的黏性十分頑強。

美國 1 月超核心通膨 (Super Core CPI) 月增率放緩至 0.36%，略低於前月的 0.39%，數據幾乎是與前月持平，僅下降 0.03 個百分點；另外，納入 1 月數據的超核心通膨 (Super Core CPI) 近 3 個月年化增長率則報 4.00%，也幾乎與前值 3.99% 持平，也證明了美國服務性通膨的黏性強勁。

美國服務性通膨仍然在攀升中，從 CPI 的各服務業分項看，包括房租、教育、通信、娛樂等服務的價格，仍是保持著快速增

長；其中，尤其是娛樂和教育的價格增速大幅加快。

觀察通膨後市變化，預期 2 月 CPI 年增率將有望延續當前的下降態勢，而雖然 1 月的服務性通膨水平有所下降，但仍然超過了市場預期，相對於聯準會的目標而言也依然過高，這無疑將加大聯準會後續的政策力度，相信實現 2% 的通膨目標，將市一條漫長而崎嶇的道路。

目前，美國商品通膨已經有所放緩，但服務類通膨還沒有看到明顯的效果，再加上 1 月的非農數據顯示，強勁的就業市場保障了薪資的增長，故勞動力市場的強勁，是當前阻礙美國服務性通膨下降的重要阻力，聯準會將會維持高利率政策以抑制經濟需求，藉此引導失業率上升後達成勞動力市場的再平衡。

## 二.美國 1 月零售銷售創 2 年來最強，軟著陸論述增強但不可信：

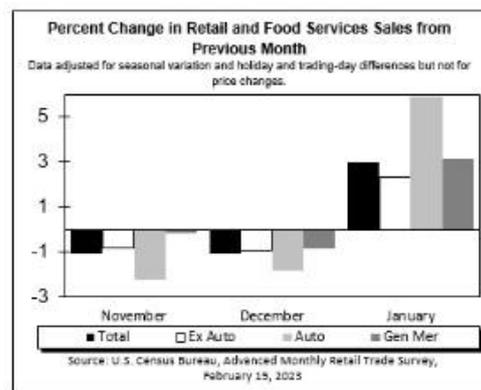
美國 1 月零售銷售增幅為近兩年來最大，且逆轉先前 11、12 月連續兩個月下滑的頹勢，部分市場分析，1 月零售銷售數據顯示汽車和其他產品買氣旺盛，反映美國經濟在聯準會高壓升息之後，仍舊展現出消費韌性，但這樣的論述，很可能出現誤讀。

美國 1 月零售銷售與非農就業報告、消費者物價指數 (CPI) 相同，皆於 2023 年一月進行了季節性調整，故 1 月零售銷售的強勁，部分原因是歸因為季節性的調整因素；另一方面，也是因為 2023 年開始，美國社會安全局 (SSA) 大幅增加生活成本調整 (Cost-of-living adjustment, COLA) 40% 之後，增加美國退休族每月領取的社安金支票金額。

### 1 月零售銷售細項表現：

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

- 1 月零售銷售月增率報 3.0%，市場預期 2.0%，前值為 -1.1%。
- 1 月核心零售銷售月增率報 2.6%，市場預期 0.2%，前值為 -0.7%。



美國 1 月零售銷售月度表現 資料來源：U.S. Census Bureau 資料日期：2023/2/15

美國去年 11 月和 12 月零售銷售數據下滑，主要是因為 2022 年各大零售通路商因為「去庫存」壓力的緣故，故把黑色星期五 (Black Friday) 折扣季向前移動了約 3-4 週開跑，這導致零售銷售「前重後輕」，也就是 10 月零售銷售強勁，但 11、12 月卻比往年疲軟。

而 2023 年 1 月銷售強彈，則可能被所謂「季節調整因素」誇大了，因為零售銷售與非農就業、CPI 指數等總經數據相同，皆於 2023 年 1 月份進行了季節性調整，故 1 月數據顯示消費需求強勁，但這並不應該過度解讀。

再加上美國社會安全局於 2022 年 12 月宣布，將於 2023 年 1 月起調升美國退休族的生活成本調整 (Cost-of-living adjustment, COLA) 40%，在 COLA 大幅調升後，美國退休族每月社安金支票金額也自先前的 1681 美元增加 146 美元至 1827 美元。

另一方面，俗稱「紅藍卡」的聯邦醫療保險計畫 (Medicare) B 部分 (Part B) 保險，2023 年起標準方案月費將調降 3%，平均每月保費開銷降為 164.90 美元；聯邦醫療保險計畫 B 部份保險涵蓋範圍包括門診，例如例行看診。

故綜合上述 2 大因子，包括 COLA 大幅調升、聯邦醫療保險計畫 Part B 標準方案月費調降的一來一往之下，兩者大幅幫助了美國民眾的可支配所得增長，也支撐美國民眾的消費動能。

但值得注意的是，因為 COLA 與聯邦醫療保險計畫 Part B 標準方案月費調降並非一次性計畫，而是會在往後持續進行，故在零售銷售月增率的基礎上，就會形成平滑效果，而 2023 年 1 月月增率大幅增長，也是因為 2022 年 12 月並沒有這二項計劃的上路，故使得 2022 年 12 月的基期較低，故 2023 年 1 月此二項計劃上路後，即幫助零售銷售大幅增長。

展望 2 月，美國零售銷售的季節性因素將會消失，再加上 COLA 與聯邦醫療保險計畫 Part B 標準方案月費調降平滑化，故在月增率的表現上也不會再構成拉抬的效果，而第一季本來就又是傳統上的美國消費淡季，故 2 月零售銷售數據，很可能會大幅放緩、甚至是出現負增長之走勢。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 2 月 15 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 22.75 倍，估值持續在 22 倍的高檔水平徘徊，估值再向上大幅擴張的機會已不太高。

由於服務性通膨黏性的壓力，故在聯準會在 2023 年停留高利率水平一段更長時間是合理的，而聯準會政策目的就是要拉升美國失業率，故一旦失業率開始走升，那麼預計美國經濟的消費需求就將進一步減弱，而道瓊成份股每股盈餘 (EPS) 反而不具備上修機會、反倒還有下修壓力。

P/E Ratio			
Index	2/15/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.75	19.60	18.13
S&P 500	19.97	25.36	18.57
NASDAQ 100	23.63	34.01	25.24
Russell 2000	45.42	98.62	23.27

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2023/2/15

## US 30 後市：

美國 1 月 CPI 通膨率回落速度減慢，整體下降速度出現顯著放緩，再加上聯準會在近 2 次利率會議上向市場提及的「超核心通膨 (Super Core CPI)」率於 1 月份完全未見下滑，在在彰顯了美國服務性通膨的黏性嚴重，而要移除服務性通膨的黏性，勢必需要美國失業率走升來壓制薪資增長率進一步走低才有望達成，一旦美國失業率走升後，那麼勢將不利道瓊指數後市。

目前由於美國失業率仍低至歷史低點的 3.4% 水平，且 CPI 通膨率在商品通膨降溫的幫助下已連續數月走低，故總體經濟的面向上看，無論是對多頭還是空頭來說，都是處於富有想像空間的時期。

對於多頭來說，美國失業率低至歷史低點，代表人人有工作做，而美國經濟又以消費為主體，故在失業率並未走高的環境裡，美國消費必然有撐，美國經濟很可能實現軟著陸。

對於空頭來說，由於聯準會至今升息循環還沒有停止，而經濟現狀不會真實反映聯準會的快速升息，因為升息對實體經濟會有滯後性，故經濟衰退只是早晚問題。

但美國 1 月 CPI 報告可能證明，服務業通膨將比商品通膨更頑強看，未來幾個月 CPI 放緩速度可能不再會像先前 2022 下半年那麼快，而有鑑於 CPI 數據已經浮現服務性通膨的韌性，預計市場也會繼續朝著「高利率持續更長時間」的方向重新定價，這將不利股市的估值乘數擴張。

展望 US 30 後市，隨著美股今年以來的大幅反彈，本益比估值也已經大幅擴張，故目前看，空頭勝率已比多頭勝率還要高上許多，因為聯準會當前貨幣政策仍是要致力於移除服務性通膨的黏性，而這將勢必需要拉升失業率才能做到，一旦失業率開始走高，那麼美國的消費動能就將驟減，此時道瓊指數成份股就有進一步下修財測之壓力，並帶來下修評級 (de-rating) 之風險。

## 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。