

## <本期亮點>

1. ISM 公布 2 月製造業 PMI 表現優異，其中在新訂單表現強勁的帶動下，物價指數更是顯著走升，彰顯了美國經濟的消費需求仍舊暢旺，尚未受到聯準會高壓升息所影響，而在需求強勁帶動物價反彈的市況下，再考量到 2H22 的通膨基期較低，故美國通膨於 2H23 重新點燃的風險是正在升溫，聯準會於 3 月份再次提升終點利率的可能性也在高速擴大。
2. 聯準會在最近一次的利率會議上持續向市場溝通「通膨降溫 (disinflation)」趨勢已經看到，但隨著近期幾份重要的經濟數據公布、如 1 月非農報告、CPI、PCE，甚至是最新公布的 ISM 製造業 PMI 等，皆看到了美國消費需求強勁，不僅支撐服務性通膨居高不下，也帶動了商品通膨重新走揚。
3. 展望道瓊指數後市，先前市場普遍預期美國經濟將於 1H23 進入「軟著陸 (Soft Landing)」，但 1Q23 美國經濟反倒出現消費勁揚的「不著陸 (No Landing)」強勢增長，而美國經濟的消費需求不墜，也直接導致物價增長壓力正在快速回溫，預計聯準會重返鷹派的壓力正在加重，一旦聯準會重返鷹派、拉升終點利率目標，那麼道瓊指數將有不小的估值修正空間。

## 經濟不著陸等於硬著陸， 小心聯準會更鷹派

美國供應管理協會 (ISM) 公布 2 月製造業

PMI 表現優異，其中在新訂單表現強勁的帶動下，物價指數更是顯著走升，彰顯了美國經濟的消費需求仍舊暢旺，尚未受到聯準會 (Fed) 高壓升息所影響，而在需求強勁帶動物價反彈的市況下，再考量到 2H22 的通膨基期較低，故美國通膨於 2H23 重新點燃的風險是正在升溫，聯準會於 3 月份再次提升終點利率 (Terminal rate) 的可能性也在高速擴大，這將不利於道瓊指數後市。

ISM 2 月製造業 PMI 指數報 47.7，雖然這是連續第四個月低於 50 的景氣分水線，並低於市場預期的 48，不過觀察細項指標顯示，美國製造業需求在 2 月出現了高速增溫，新訂單指標從逾兩年半的低點回升，並帶動價格指數大幅上升至 51.3，遠遠高於前值 44.5，本份 ISM 製造業 PMI 報告反映出美國商品需求正在反彈升溫，並刺激先前連續走低的商品通膨 (Commodity inflation) 重新燃起。

聯準會在最近一次的利率會議上，持續向市場溝通「通膨降溫 (disinflation)」趨勢已經看到，但隨著近期幾份重要的經濟數據公布、如 1 月非農報告、消費者物價指數 (CPI)、個人消費支出 (PCE)，甚至是最新公布的 ISM 製造業 PMI 等，皆看到了美國消費需求強勁，這不只支撐了服務性通膨居高不下，也帶動了商品通膨重新走揚，相信聯準會在經濟強勁的壓力下，將有可能進一步拉高升息的終點目標。

展望道瓊指數後市，先前華爾街賣方分析師 (Sell-Side) 普遍預期美國經濟將於 1H23 進入「軟著陸 (Soft Landing)」，但隨著時間進入 1Q23 之後，美國經濟反倒出現消費勁揚的「不著陸 (No Landing)」強勢增長，而美國經濟的消費需求不墜，也直接導致物價增長壓力正在快速回溫，預

計聯準會重返鷹派的壓力正在加重，但目前市場顯然尚未意識到聯準會轉身重返鷹派的可能性，鑒於當前道瓊指數估值仍居於 18 倍的高檔水平，故一旦聯準會重返鷹派、拉升終點利率目標，那麼相信道瓊指數將有不小的估值修正空間。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview  
資料日期：2023/3/2

## 總經分析：

### 一. ISM 製造業 PMI 表現強勁，物價壓力重新點燃：

美國供應管理協會 (ISM) 公布 2 月 ISM 製造業指數報 47.7，雖然小幅低於市場預期的 48，但高於前值 47.4，且更重要的是，ISM 製造業 PMI 細項顯示製造業需求正在高速回溫，且廠商回補庫存的力道強勁，不僅帶動新訂單指數從逾兩年半低點回升，物價指數更是價格指數大幅飆漲至 51.3，大幅高於前值 44.5。

#### 2 月美國 ISM 製造業指數細項：

- 新訂單指數報 47.0，前值 42.5
- 生產指數報 47.3，前值 48.0
- 僱傭指數報 49.1，前值 50.6
- 供應商交貨指數報 45.2，前值 45.6
- 存貨指數報 50.1，前值 50.2
- 客戶端存貨指數報 46.9，前值 47.4
- 價格指數報 51.3，前值 44.5
- 未完成訂單指數報 45.1，前值 43.4

- 出口訂單指數報 49.9，前值 49.4
- 原物料進口指數報 49.9，前值 47.8

MANUFACTURING AT A GLANCE  
February 2023

Index	Series Index Feb	Series Index Jan	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI®	47.7	47.4	+0.3	Contracting	Slower	4
New Orders	47.0	42.5	+4.5	Contracting	Slower	6
Production	47.3	48.0	-0.7	Contracting	Faster	3
Employment	49.1	50.6	-1.5	Contracting	From Growing	1
Supplier Deliveries	45.2	45.6	-0.4	Faster	Faster	5
Inventories	50.1	50.2	-0.1	Growing	Slower	19
Customers' Inventories	46.9	47.4	-0.5	Too Low	Faster	77
Prices	51.3	44.5	+6.8	Increasing	From Decreasing	1
Backlog of Orders	45.1	43.4	+1.7	Contracting	Slower	5
New Export Orders	49.9	49.4	+0.5	Contracting	Slower	7
Imports	49.9	47.8	+2.1	Contracting	Slower	4
OVERALL ECONOMY				Contracting	Slower	3
Manufacturing Sector				Contracting	Slower	4

ISM 製造業 PMI 細項 資料來源：ISM 資料日期：2023/3/1

觀察指數細項，新訂單指數從上月的 2020 年 5 月以來新低 42.5 躍升至 47，帶動未完成訂單指數也自上月的 43.4 升至 45.1，雙雙顯示美國製造業的訂單狀況有著不小的改善。

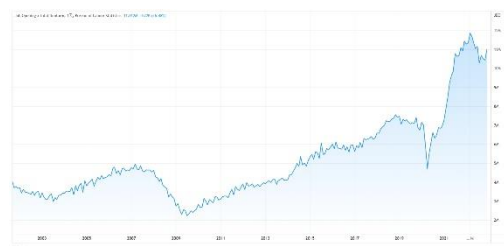
本份 PMI 報告最值得注意的是，2 月價格指數自上月的 44.5 勁升至 51.3，這意味著商品通膨可能將重新反彈上升，此一狀況符合先前美國勞工部公布的 1 月消費者物價指數 (CPI) 和生產者物價指數 (PPI) 均出現單月大幅成長的情形。

另外，製造業就業方面來看，2 月僱傭指數自上月的 50.6 降至 49.1，低於 50 的景氣分水線，意味著製造業的就業動能降溫，不過僱傭指數上下波動一直不能很好的預測製造業就業人數，因為製造業的就業情形大多是以穩健的速度成長。

對於製造業來說，這次的數據可能意味著商品需求最糟糕的時期已經過去，雖然這暗示著製造業景氣可能正在觸底回升，但對聯準會來說，這可能不是一件好事，因為製造業的需求增溫，也將意味著商品通膨難以下降、甚至有重新反彈回升的可能性。

## 二.勞動力市場持續緊俏，聯準會上半年估計更鷹：

美國勞動力市場的緊張狀態持續保持在歷史高位，截止到 2022 年底，美國勞動力缺口為 530 萬、職位空缺數回升至 1100 萬，每位失業者對應的空缺數為 1.9，失業缺口高達 -1.9%，雖然相比年初有所緩和，但仍處於 21 世紀以來的高位，而考量到美國勞動供給因為 COVID-19 疫情導致不少民眾提前退休，故供給端動能嚴重缺乏，這使得勞動力市場的平衡需要靠壓制經濟需求才能實現。



美國 JOLTs 職位空缺數 資料來源：  
tradingview 資料日期：2023/3/2

薪資通膨是一種可持續的通膨，緊張的勞動力市場會提高薪資增長的強力動能，進而提升通膨的核心力量。

短期看，薪資就會決定核心服務通膨的水平，過去 90 年代末至今，聯準會亞特蘭大分行所編製的薪資指數與 CPI 核心服務通膨的相關係數即高達 0.83。

長期看，失業缺口和薪資增長將決定通膨的趨勢，而 4% 薪資增速隱含的核心 PCE 通膨率估計超過 3%，故勞動力市場轉弱顯然是聯準會降息的必要條件，且勞動力市場轉弱的幅度，也會大致決定了降息的幅度。

聯準會計劃以「更高更長」的利率曲線追求

充分緊縮的政策立場，故短期內，通膨將決定聯邦基金利率終點利率有多高，而中長期內，薪資增速將決定高利率的時間將持續多長，進而決定了降息的時點及降息的空間。

聯準會當然希望在失業率不增加的情況下降低通膨率，但歷史經驗並不支持這一願景，而如果勞動力市場短缺狀況無法進一步緩和，那麼聯準會的政策立場相信會趨向「上半年更鷹」的走向，不應低估聯準會抗擊通膨的決心，而聯準會 1H23 貨幣政策立場越緊縮，基本面的壓力也將越大，但未來也越有可能盡快實現穩定降低通膨的目標。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 3 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 17.60 倍，仍接近 18 倍的本益比水平，雖然估值已比先前的 22 倍快速下降，但估值仍舊不低。

美國經濟在 1Q23 增長強勢，故目前道瓊指數成份股尚未出現每股盈餘 (EPS) 的下修壓力，但考量到消費需求增溫已重新帶動商品通膨回升，這將導致聯準會有進一步上修終點利率之壓力，而一旦聯準會開始放出更為鷹派的緊縮預期，那麼道瓊指數的估值勢將有進一步下修之壓力存在。

P/E Ratio			
Index	3/2/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	21.67	18.80	17.60
S&P 500	17.82	23.83	17.92

NASDAQ 100	24.61	31.76	24.02
Russell 2000	42.31	76.96	22.75

美股四大指數估值比較圖 資料來源：  
Bloomberg 資料日期：2023/3/2

## US 30 後市：

美國 2 月份 ISM 製造業表現強勁，尤其新訂單指數的快速回升，彰顯了美國經濟的消費需求不墜，但這也造成了物價指數的高速反彈，這意味著在不斷上升的薪資壓力和需求回升的刺激下，美國商品通膨也正在重新燃起，這對聯準會來說，很可能將需要再次於 3 月份會議上調終點利率，以進一步抑制需求增溫。

從近期總體經濟現象觀察，美國勞動市場熱度未減、消費者支出維持穩定，歐洲的能源危機緩解，中國也已從疫情封鎖中重新開放，先前 2022 年底市場預期的經濟減速、以及聯準會將暫停升息均未發生，甚至經濟增長還出乎意料地大幅增溫，這使得全球經濟「不著陸 (No Landing)」的論調日益高漲，一反先前市場預期的「軟著陸 (Soft Landing)」。

聯準會在最近一次的利率會議上，屢屢向市場溝通「通膨降溫 (disinflation)」的趨勢已經看到初步現象，這也刺激了市場預期聯準會本輪升息高點即將到來，但近期多項經濟數據顯示，美國消費需求依然強健、通膨前景依然頑強，這可能相反導致聯準會將需要在即將到來的 3 月份會議上，再次上調終點利率 (Terminal rate)。

展望道瓊後市，不少市場分析認為，「不著陸 (No Landing)」意味著美國經濟前景良好，故股市的基本面和股價看俏，但值得

注意的是，這樣的論述很可能不適用於高通膨環境，因為「不著陸 (No Landing)」的總經狀況即意味著通膨難以降溫，故在高通膨環境裡，「不著陸 (No Landing)」更接近等於「硬著陸 (Hard Landing)」，因聯準會將需要以更鷹派的姿態才能抑制通膨，那麼這對經濟後市的傷害也就越重，對道瓊指數來說，估值修正的空間也就越大。

## 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。