

<本期亮點>

1. 在聯準會推出 BTFP 的流動性應急措施之後，美國銀行業危機可能尚未結束，美國經濟很可能仍是難以逃離衰退命運，雖然市場正樂觀預期美國經濟將進入經濟復甦期的金髮經濟 (Goldilocks Economy)，但考量到美債殖利率曲線從倒掛轉向平坦化，美國經濟加速放緩的前兆很可能才剛剛展現。
2. ISM 公布最新 3 月製造業 PMI 指數意外降至 46.3，創下自 2020 年 5 月以來新低，其中，就業分項指數創 2020 年 7 月以來新低，新訂單指數也深陷萎縮，且更重要的是，需要注意的是，這是連續第二個月 ISM 製造業的所有分項指數全部陷入萎縮，暗示美國經濟的增長動能已經見到大幅萎縮。
3. 展望道瓊後市，聯準會對當前通膨放緩的趨勢尚未感到滿意，從 3 月份最新釋出的經濟預測概要 (SEP) 觀察，聯準會仍是希望透過拉升失業率去降低 Super Core PCE，這將非常可能令美國經濟更為放緩，ISM 製造業 PMI 很可能進一步跌至 43.0 水平，而在 PMI 大幅滑落的前景裡，道瓊成份股的盈餘下修風險將比 Nasdaq 100 科技股還要更為沉重。

美國經濟難逃停滯性通膨，道瓊成份股估值修正才剛開始

在聯準會 (Fed) 推出 BTFP 的流動性應急措施之後，美國銀行業危機可能尚未結束，美國經濟很可能仍是難以逃離衰退命運，雖然市場正樂觀預期美國經濟將進入經濟復甦期的金髮經濟 (Goldilocks Economy)，但考量到美債殖利率曲線從倒掛 (Inverted) 轉向平坦化 (Flattened)，美國經濟加速放緩的前兆很可能才剛剛展現，道瓊指數成份股很可能將出現更為廣泛的盈餘下修風險，道瓊指數基本面風險很可能比 Nasdaq 100 更為險峻。

聯準會在 3 月的利率會議上釋出最新的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP)，同樣給出美國經濟將於 2023 下半年進入「停滯性通膨 (Stagflation)」的前景展望，聯準會在 3 月的 SEP 中，再次下修美國實質 GDP 增長預估，並且上修核心個人消費支出 (Core PCE) 預估，其中從實質 GDP 增長率下修至 0.4% 觀察，美國經濟可以說即將進入停滯性通膨，因為聯準會作為美國官方機構，不太會直接預告美國經濟將進入衰退，而 0.4% 的經濟增長率距離停滯性通膨也只是咫尺之遙。

美國供應管理協會 (ISM) 公布最新 3 月製造業 PMI 指數意外降至 46.3，創下自 2020 年 5 月以來新低，若是剔除 2020 年新冠肺炎疫情，美國 3 月 ISM 製造業指數是創下自 2009 年以來新低，其中，就業分項指數創 2020 年 7 月以來新低，新訂單指數也深陷萎縮，且更重要的是，需要注意的是，這是連續第二個月 ISM 製造業的所有分項指數全部陷入萎縮，暗示美國經濟的增長動能已經見到大幅萎縮。

展望道瓊後市，聯準會對當前通膨放緩的趨勢尚未感到滿意，從 3 月份最新釋出的經濟預測概要 (Summary of Economic

Projections, SEP) 觀察，聯準會仍是希望透過拉升失業率去降低 Super Core PCE，這將非常可能令美國經濟更為放緩，ISM 製造業 PMI 很可能進一步跌至 43.0 水平，而在 PMI 大幅滑落的前景裡，道瓊成份股的盈餘下修風險將比 Nasdaq 100 科技股還要更為沉重，道瓊指數的估值修正壓力，很可能才正要開始。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/4/4

總經分析：

一.ISM 製造業 PMI 陷入深度衰退，景氣觸底還未到：

美國 3 月 ISM 製造業指數降至 46.3，創下自 2020 年 5 月以來新低，並且連續第五個月低於 50 的景氣分水線；其中，3 月 ISM 製造業 PMI 的僱傭分項指數創 2020 年 7 月以來新低，新訂單指數也深陷萎縮。

3 月美國 ISM 製造業指數細項：

- 新訂單指數報 44.3，前值 47.0
- 生產指數報 47.8，前值 47.3
- 僱傭指數報 46.9，前值 49.1
- 供應商交貨指數報 44.8，前值 45.2
- 存貨指數報 47.5，前值 50.1
- 客戶端存貨指數報 48.9，前值 46.9
- 價格指數報 49.2，前值 51.3
- 未完成訂單指數報 43.9，前值 45.1
- 出口訂單指數報 47.6，前值 49.9

- 原物料進口指數報 47.9，前值 49.9

MANUFACTURING AT A GLANCE
March 2023

Index	Series Index Mar	Series Index Feb	Percentage Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (Months)
Manufacturing PMI®	46.3	47.7	-1.4	Contracting	Faster	5
New Orders	44.3	47.0	-2.7	Contracting	Faster	7
Production	47.8	47.3	+0.5	Contracting	Slower	4
Employment	46.9	49.1	-2.2	Contracting	Faster	2
Supplier Deliveries	44.8	45.2	-0.4	Faster	Faster	6
Inventories	47.5	50.1	-2.6	Contracting	From Growing	1
Customers' Inventories	48.9	46.9	+2.0	Too Low	Slower	78
Prices	49.2	51.3	-2.1	Decreasing	From Increasing	1
Backlog of Orders	43.9	45.1	-1.2	Contracting	Faster	6
New Export Orders	47.6	49.9	-2.3	Contracting	Faster	8
Imports	47.9	49.9	-2.0	Contracting	Faster	5
OVERALL ECONOMY				Contracting	Faster	4
Manufacturing Sector				Contracting	Faster	5

ISM 製造業 PMI 資料來源：ISM 資料日期：2023/4/3

分項指數觀察，ISM 製造業 PMI 3 月新訂單指數報 44.3，2 月前值為 47，生產指數則報 47.8，雖然較 2 月的 47.3 有小幅攀升，但仍處於收縮區間，這兩個分項指數的疲軟，表明未來需求或將進一步走弱。

新出口訂單指數報 47.6，比 2 月的 49.9 滑落 2.3 個百分點，進口分項指數報 47.9，較 2 月的 49.9 滑落 2 個百分點，進出口分項指數均較 2 月惡化，進一步陷入萎縮區間。

衡量原物料價格的物價支付指數報 49.2，2 月前值為 51.3，顯示製造業的原料成本是正在持續下降，這一數據與美國最新 2 月核心 PCE 物價指數放緩的趨勢相吻合，因為當前美國的通膨壓力主要是在服務性通膨。

僱傭指數報 46.9，創下自 2020 年 7 月來新低，2 月前值為 49.1，而加上本次報告，這已是 ISM 僱傭指數連續第三個月下降，顯示美國製造業的聘僱意願是持續滑落。

供應商交貨指數報 44.8，較 2 月的 45.2 略微下降，表明供應商交貨速度加快，這主要是反映製造業的需求疲軟，進而緩解

了供應鏈的壓力。

製造商庫存指數在此前幾個月趨於穩定，不過 3 月數據以近兩年來最快的速度下降，從 50.1 滑落至 47.5。

總結來看，3 月 ISM 製造業 PMI 顯示，在經過聯準會的高壓升息之後，企業對於美國經濟衰退的擔憂加劇，且銀行的貸款條件收緊也正在對企業投資構成壓力，而隨著美國家庭繼續將更多的可自由支配支出轉向服務業，這加劇了製造業本已面臨的需求挑戰。

二.高壓升息的負面效果開始顯示，美國經濟可能難以避免衰退：

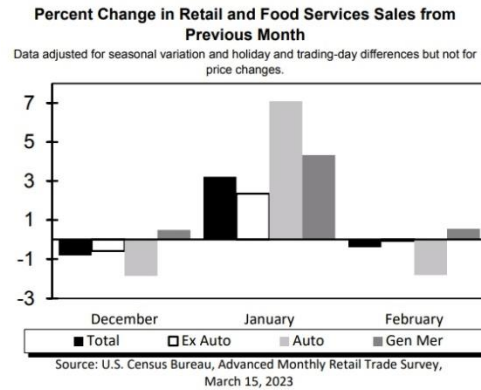
經歷 2022 年以來聯準會高壓升息的影響，美國不少經濟指標的下滑速度正在加快。

首先，美國 M2 年增率成長已經降至 1 月的 -1.73%，與去年同期的 11.74% 相比已是大幅收縮；雖然 CPI 年增率也從去年 6 月最高點的 9.1% 回落至 2 月份的 6%，但仍是落在通膨的高檔區間，這主要是受到服務性通膨的頑強支撐。

其次，2022 年 12 月，美國 20 大中城市房價月增率報 -0.93%，年增率回落至 4.65%，較最高點 21.29% 大幅下降，而考慮到目前美國房貸利率依然高達 6.66%，根據房貸利率領先房價增速大約 9 個月的規律，美國房價還將繼續下跌。

最後，美國零售銷售年增率增速已經下滑至 2 月的 5.39%，處於 2021 年以來的最低增速；製造業 PMI 指數也降至 46.3，創下，2020 年 5 月來新低，而若回顧歷史經驗看，自 2000 年以來，美國製造業 PMI 有 5 次跌破並持續低於 48 以

下，均發生了經濟衰退。



美國零售銷售數據 資料來源：United States Census Bureau 資料日期：2023/3/15

商業銀行危機爆發，流動性繼續緊張，隨著升息效果的逐漸顯現，部分銀行出現了流動性問題。

比如矽谷銀行，其主要存款客戶都是科技創業公司，而在聯準會高壓升息、導致一級融資市場收緊的情況下，這些公司開始取出存在矽谷銀行的存款，而這些存款被矽谷銀行投資到持有到期的債券上，由於存款規模較大，債券帳面處於虧損狀態，造成恐慌和擠兌，進而演變成區域性銀行危機：

1. 3 月 8 日，美國新創友好銀行 Silvergate 宣告停止運營，清算資產。
2. 3 月 10 日，美國矽谷銀行被聯邦存款銀行保險公司 (FDIC) 介入接管，中止運營。
3. 3 月 12 日，Signature Bank 被監管機構關閉。

雖然聯準會已提供短期的流動性緊急措施 BTFP 來緩解美國銀行業之現金流壓力，但

自升息以來，美國商業銀行債券投資普遍虧損嚴重，再加上目前貨幣市場基金 (money market fund) 提供的利息高達 4.6% 以上，遠遠高於美國銀行業的存款利率 0.5%，故存戶提領現金轉存其他資產的吸引力仍舊巨大，目前美國銀行業危機很可能還沒結束。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 4 月 4 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 17.35 倍，雖然估值已比先前的 22 倍快速下降，但估值仍舊不低。

聯準會貨幣正促估計將維持高利率更長時間，這將使得美國失業率進一步上升、消費動能減弱，這將導致道瓊成份股遭遇到更大的盈餘下修之壓力，道瓊指數估值修正的道路，很可能才正要開跑。

P/E Ratio			
Index	4/4/23	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	22.20	19.25	17.35
S&P 500	18.06	25.57	18.15
NASDAQ 100	26.15	33.54	25.37
Russell 2000	34.51	66.76	21.61

美股四大指數估值比較圖 資料來源：
Bloomberg 資料日期：2023/4/4

US 30 後市：

近期美股出現強勁反彈，因市場普遍認為，隨著美國經濟放緩之後，聯準會就很

快將轉向降息來支撐經濟，故美國經濟將從衰退的邊緣重回經濟復甦期的金髮經濟 (Goldilocks Economy)，但這樣的預期很可能是過度樂觀，因為當前美國勞動力市場仍舊緊俏，若聯準會過早寬鬆，那麼很可能令剛剛放緩的通膨趨勢重新反彈，故聯準會更可能的貨幣政策仍是維持高利率一段更長時間 (Higher for longer)，這將令美國經濟的放緩程度更大、甚至步入「停滯性通膨 (Stagflation)」。

聯準會 3 月釋出的經濟預測概要 (Summary of Economic Projections, SEP) 也透露出美國經濟即將進入停滯性通膨：

- 2023 年實質 GDP 預期增長 0.4%，自 12 月的 0.5% 下修。
- 2023 年失業率預期 4.5%，自 12 月的 4.6% 預期下修。
- 2023 年 Core PCE 通膨率 3.6%，自 12 月的 3.5% 預期上修。

整體看，上修核心通膨、下修失業率、下修 GDP，代表美國勞動力市場比聯準會原先預期的更為緊俏，所以導致了超核心通膨 (Super Core PCE) 項目支撐了核心通膨率的黏性向上，而聯準會預估 2023 年實質 GDP 預期只剩 0.4%，但實際增長路徑還可能是更低的，因為聯準會作為官方機構，不會直接明言停滯性通膨的危機即將到來，因這將令聯準會承擔政治風險，但隨著美國消費動能放緩加劇，這將無可避免地導致失業率走高，相信在 2Q23 中，華爾街賣方分析師將開始出現「停滯性通膨」的論述。

展望 US 30 後市，聯準會在移除服務性通膨黏性的這條道路上，目前不僅是並未改

變，甚至聯準會對當前通膨已經放緩的趨勢，也尚未感到滿意，從 3 月 SEP 觀察，聯準會仍是希望透過拉升失業率去降低 Super Core PCE，這將非常可能令美國經濟更為放緩，ISM 製造業 PMI 很可能進一步跌至 43.0 水平，而在 PMI 大幅滑落的前景裡，道瓊成份股的盈餘下修風險將比 Nasdaq 100 科技股還要更為沉重，道瓊指數的估值修正壓力，很可能才正要開始。

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。