

<本期亮點>

1. 聯準會 5 月利率會議暗示本輪升息循環接近尾聲，終點利率預計最高落在 5.00-5.25% 區間，而未來 2-3 個月時間，聯準會貨幣政策將進入下半場，即「維持高利率一段更長時間 (higher for longer)」以持續抑制美國經濟需求，而隨著聯準會利率已升抵 5.0% 的極高水平、且將維持高利率更長時間，估計高利率對美國經濟的衝擊才正要開始。
2. 聯準會公布 5 月利率會議決定，將基準利率調升一碼至 5-5.25% 區間，基準利率創下自 2007 年 8 月以來最高，聯準會在 5 月會議上表示，貨幣政策正接近所謂的「鷹派暫停」，也就是不升息，但是 2023 年內目前也沒有考慮降息。
3. 展望 US 30 後市，由於道瓊指數成份股與美國經濟掛鉤程度非常高，故在高利率政策將對美國經濟進一步構成壓抑效果的前景之下，道瓊成份股的基本面將有不小的下修風險，並導致賣方分析師開始發起降評，例如市場即擔憂工具機巨頭開拓重工 (Caterpillar) 將受到美國經濟放緩所打擊，而這樣的降評壓力相信在道瓊成份股裡蔓延，道瓊表現預計將在 2H23 內不如 Nasdaq 100。

聯準會將維持高利率更長時間，美國經濟走弱風險擴大

聯準會 (Fed) 公布最新 5 月利率會議，暗示本輪升息循環接近尾聲，終點利率 (Terminal rate) 預計最高落在 5.00-5.25% 區間，而未來 2-3 個月時間，聯準會貨幣政策將進入下半場，即「維持高利率一段更長時間 (higher for longer)」以持續抑制美國經濟需求，而隨著聯準會利率已升抵 5.0% 的極高水平、且將維持高利率更長時間，估計高利率對美國經濟的衝擊才正要開始，道瓊指數成份股預計將開啟 2H23 的財測下修潮。

聯準會公布 5 月利率會議決定，將基準利率調升一碼 (25BP) 至 5-5.25% 區間，基準利率創下自 2007 年 8 月以來最高，聯準會在 5 月會議上表示，貨幣政策正接近所謂的「鷹派暫停」，也就是不升息，但是 2023 年內目前也沒有考慮降息，意味著以當前的美國通膨形勢而言，聯準會將在至少未來 2-3 個月內仍將維持 5.0-5.256% 的高利率水平一段不短的時間，繼續壓抑美國經濟需求，以達到引導通膨率趨勢穩定朝向 2.0% 之目標前進。

從美國勞工部最新 4 月非農報告觀察，美國失業率再創新低 3.4%，顯示美國經濟仍舊非常強勁，這將支持聯準會持續維持高利率政策之理由，但隨著基準利率已來到高點的 5.0-5.25%，並且考量到貨幣政策對經濟的滯後性，預計在 3Q23 裡，聯準會的高利率將對失業率構成拉升效果，從而降低美國消費動能以及美國經濟增長。

展望 US 30 後市，由於道瓊指數成份股與美國經濟掛鉤程度非常高，故在高利率政策將對美國經濟進一步構成壓抑效果的前景之下，道瓊成份股的基本面將有不小的下修風險，並導致賣方 (Sell-Side) 分析師開始發起降評，例如工具機巨頭開拓重工 (Caterpillar) 在 1Q23 財報發布後，Sell-

Side 分析師即紛紛對開拓重工予以降評，擔憂開拓重工將受到美國經濟放緩所打擊，而這樣的降評壓力相信在道瓊成份股裡蔓延，道瓊表現預計將在 2H23 內不如 Nasdaq 100。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2023/5/5

總經分析：

一.聯準會升息觸頂，但不會過早啟動降息：

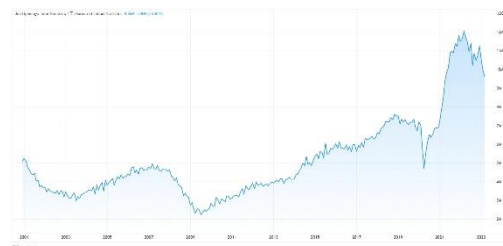
聯準會 5 月利率會議一如市場預期升息一碼，並暗示本輪升息循環的高點已經來到，後續可能停止升息，但不預期將於 2023 年內啟動降息，重申聯準會的鷹派緊縮立場。

聯準會在 5 月會議表示，貨幣政策已經相當接近「限制性水平」，而 5 月會議已有在討論是否停止升息，但最終 FOMC 委員會仍決議於 5 月升息一碼，聯準會正接近暫停升息的時間點。

聯準會主席鮑爾 (Jerome Powell) 也在會後記者會上表示，原則上聯準會無需升息至過高的水平，因為目前的貨幣政策已經足夠緊縮、或者接近足夠緊縮，相信當前的高利率水平，可以隨著時間的推移將通膨引導回到 2% 的目標，此番發言暗示，6 月即將舉行的利率會議可能暫停升息。

而針對 2023 年內降息的可能性，鮑爾在記者會上表示，如果 FOMC 委員會對於美國經濟後市的判斷是正確的，那麼降息可能需要一些時間才能看起來合理，這意味著聯準會在 2023 年內都不太可能啟動降息。

目前 FOMC 委員會的觀點認為，美國通膨率並不會這麼快下降，主要因為美國勞動力仍舊非常強勁，例如 JOLTs 職位空缺數仍高達 959 萬個，雖然已自一個月前的近 1000 萬個繼續下降，但仍是居於 2021 年中旬以來的高檔水平，並且距離疫情前的 750 萬人仍是遙遠，顯示當前美國勞動力市場需求仍舊非常強勁。



JOLTs 職位空缺數 資料來源：tradingview
資料日期：2023/5/5

由於強勁的勞動力市場將對通膨率形成支撐，故聯準會仍舊強調，需求和勞動力市場狀況可能需要進一步走弱，才能看到服務性通膨出現下滑的跡象，故目前維持高利率一段時間，將會是合理的貨幣政策路徑。

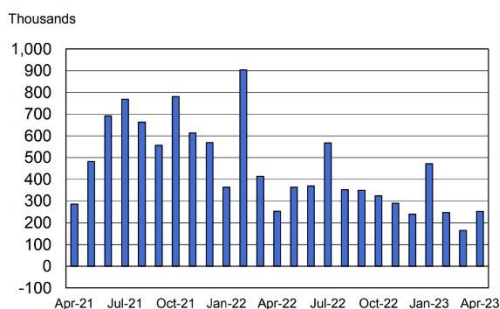
二.美國勞動力市場火爆，失業率創 53 年新低：

美國勞工部上週五 (5/5) 公布 4 月非農報告，新增就業人數報 25.3 萬，遠高於市場預期的 18 萬人和修正後前值 16.5 萬人；4 月失業率也是大幅低於市場預期，並創下 53 年新低，再次證實美國勞動力市場十分強勁，並未受到聯準會的高壓升息所打擊。

美國 4 月非農報告細項：

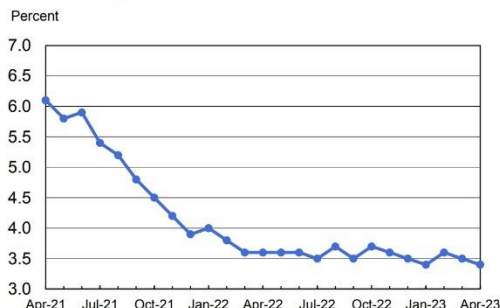
- 非農新增就業報 25.3 萬人，預期 18 萬人，修正後前值 16.5 萬人
- 失業率報 3.4%，預期 3.6%，前值 3.5%
- 平均每週工時報 34.4 小時，預期 34.4 小時，前值 34.4 小時
- 平均每小時薪資年增率報 4.4%，預期 4.2%，修正後前值 4.3%
- 平均每小時薪資月增率報 0.5%，預期 0.3%，前值 0.3%
- 勞動參與率報 62.6%，預期 62.5%，前值 62.6%

Chart 2. Nonfarm payroll employment over-the-month change, seasonally adjusted, April 2021 – April 2023



美國新增非農就業表現 資料來源：U.S. Department of Labor 資料日期：2023/5/5

Chart 1. Unemployment rate, seasonally adjusted, April 2021 – April 2023



美國失業率表現 資料來源：U.S. Department of Labor 資料日期：2023/5/5

整體 4 月非農報告來看，儘管穩健的就業市場報告緩解投資人對美國經濟衰退的擔憂，然而在聯準會自 2022 年以來的多次升息之下，目前仍不見美國勞動力市場降溫，同時上月平均時薪仍持續成長，相信這將持續支持聯準會繼續維持當前的 5.0-5.25% 的高利率水平，年內降息的可能性並不高。

4 月失業率報 3.4%，這顯示美國勞動力市場仍十分緊俏，同時 4 月非農就業人數也是連續第 12 個月超越市場預期，故 4 月非農無疑是一份鷹派的非農報告，這讓聯準會貨幣政策正陷入困境，因為聯準會期待透過高壓升息看到一個降溫的勞動力市場，從而令服務性通膨下滑，而當前火熱的就業市場，這全然不支持聯準會過早啟動降息。

估值分析：

據 Bloomberg 截至 5 月 5 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 17.73 倍，估值在近期的美國銀行股重啟跌勢下，估值出現小幅收斂。

考慮到聯準會貨幣政策仍將維持高利率的緊縮政策，高利率將維持一段更長時間 (higher for longer)，故這將高機率更大程度壓制美國消費動能、帶動當前低至 3.4% 的失業率緩步走升，故在美國經濟將進一步放緩的壓力下，道瓊指數成份股將相當具有下修營收、EPS 的風險，這意味著當前道瓊指數估值仍是過高。

P/E Ratio			
Index	5/5/23	Year ago	Forward 12 mons

Dow Jones	22.45	18.70	17.73
S&P 500	18.37	22.58	18.48
NASDAQ 100	26.75	28.96	25.75
Russell 2000	30.85	59.93	21.96

美股四大指數估值比較圖 資料來源：
Bloomberg 資料日期：2023/5/5

經濟走弱將導致開拓重工無法達到財測目標，故對開拓重工予以降評，展望時間將進入 3Q23，相信開拓重工將不會是道瓊 30 檔成份股唯一遭到降評之企業，後續道瓊成份股將會有更多企業遭到市場降評。

US 30 後市：

美國當前勞動力市場仍舊強勁，4 月失業率甚至重回 53 年低點，顯示勞動力需求並未受到聯準會的高利率政策所打擊，而強勁的失業率表現，也將令聯準會更難啟動降息循環，故聯準會後市貨幣政策預計將「維持高利率一段更長時間」，壓制美國經濟持續降溫，以降低勞動力市場需求，而在美國經濟降溫的前景裡，道瓊成份股的 2H23 財測下修壓力，預計將會更為沉重。

據芝商所 (CME) 最新截至 5/5 數據顯示，利率期貨市場有 76.1% 交易員仍預計聯準會最快將於 9 月啟動降息，一反聯準會目前的貨幣政策路徑「年內不降息」，而利率市場之所以預期聯準會很快啟動降息，主要是利率期貨交易員認為，在聯準會的高利率壓力下，美國勞動力市場最終仍將出現放緩，並帶動失業率走升，從而令美國經濟進一步走弱，藉此達到壓制通膨率繼續向下走跌。

展望道瓊指數後市，由於道瓊成份股與美國經濟掛鉤程度極高，在美國經濟將進一步放緩的前景下，相信道瓊成份股勢將首當其衝，高機率將於 2H23 出現財測下修潮，而這也將導致 Sell-Side 分析師啟動降評，如近期開拓重工 (Caterpillar) 公布財報，就由於 Sell-Side 分析師廣泛擔憂美國

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。