



近期美股反彈有侷限

除基本面外評價也面臨風險貼水上升壓力，惟全年雖保守但操作難度不會難於 2022

焦點內容

2022 年全球股市風格上呈現價值優於成長、防禦優於循環的態勢。美國經濟方面，就業是今年觀察貨幣政策的新重點，而經濟衰退不會是資產負債表式深度衰退。股市方面，美股今年基本面重要性高過評價面，但評價面存在風險貼水上升的壓力。整體而言，近週美股的反彈上檔有侷限，我們全年雖仍偏保守看待，但認為操作難度不會難於 2022。

2022 年全球股市風格上呈現價值優於成長、防禦優於循環的態勢

回顧 2022 年全球股市的表現（美元計價，圖 1），以主要國家來看，英國、印度、澳洲等表現較佳，跌幅都在 10% 以內；而美國跌幅超過 20%，中國更接近 30%（台韓則因匯率貶值太多，跌幅更大）。以美國的類股來觀察，能源一支獨秀，上漲近 60%，主要漲幅集中在俄烏戰爭開始和擴大造成供給不足而漲價的時期；其他基本呈現防禦股（公用事業、必需性消費、醫療）表現較佳，循環股（通訊服務、非必需性消費、科技）表現較差、尤其剛好屬成長股者更是如此，而這基本也形塑了 2022 年風格上價值優於成長的大趨勢。

就業是今年觀察貨幣政策新重點，美國衰退不會是資產負債表式深度衰退

美國經濟的部分，通膨如同過去一段時間所述，今年觀察的關鍵在服務類通膨，而其與工資的走向有很高的相關性。事實上，工資的僵固性一般較物價的僵固性更高（圖 2），因此觀察今年工資的變化、是否撐在高點（因就業市場熱絡）導致通膨不易下降、並進而影響 Fed 貨幣決策（圖 3），是今年的重點；目前來看，工資確實已經有向下鬆動的跡象。據此，我們認為，相對於過去 2 年分析通膨是觀察美國經濟的重點，今年 Fed 貨幣政策的觀察重點在一大部分上可能會轉移到就業。

而在整體景氣狀況上，我們雖然認為今年美國陷入衰退是大概率的事，但認為其衰退的程度不會太高、甚至持續期間也未必會比過去平均約 1 年的時間來的長，原因就是本次衰退並非「資產負債表」式的衰退。從大企業的財報來推估，目前一年內違約機率的平均僅 0.17%（圖 4）；以過去 20 年來看，低於疫情發生後半年的 0.7%，也低於金融海嘯時的高點 2.9% 與 dot.com 泡沫時的 1.2%。再從負債指標的利息保障倍數來看，目前高達 7.6 倍（圖 5）；儘管未來獲利衰、利息費用走高，但目前仍有足夠的安全邊際，發生債務失衡導致的經濟嚴重衰退，機率委實不高。

美股今年基本面重要性高過評價面，但評價面存在風險貼水上升的壓力

股市方面，儘管我們認為美股今年基本面的重要性會超越評價面，但評價面的變化對投資人來說並非可以完全高枕無憂。儘管無風險利率（10 年債殖利率）的部份應該不會突破前高、上升時的對市場的氛圍影響力也不及去年，但風險貼水這部份的變化仍會有不小的影響力（圖 6），且會隨市場對長期獲利成長的預期調整而改變。具體而言，風險貼水自 3Q22 以來是下降的，而這並不符合這段時間以來風險持續累積的事實；我們認為，目前風險貼水過低，合理預期未來應該要上升。在其他條件不變的情況下，這會對評價帶來一定的壓力；即便其他條件改變，例如無風險利率下降，但這可能表示景氣變得更差、因此同時間長期獲利成長預期（g，評價分母項中的減項）也會下降，抵銷這個利多。

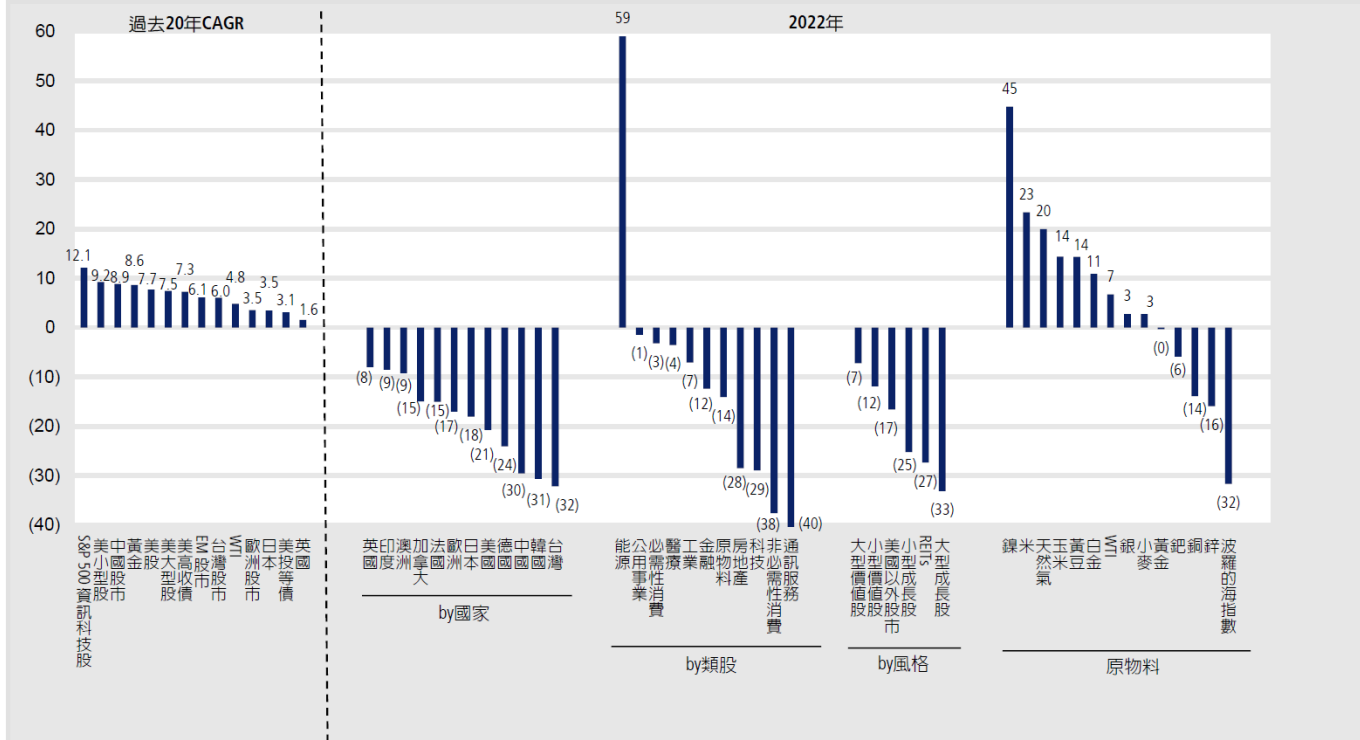
結論：近週美股反彈上檔有侷限，全年雖偏保守但操作難度不會難於 2022

去年底至今，美股似乎仍在反映「壞消息反而是好消息」的階段，因此當經濟數據不如預期時，市場對不緊縮/寬鬆的樂觀期待加大，而讓股市上漲。的確，這個階段持續的時間比我們想像的要久，但以過去的經驗來說，仍無法跳過最後「壞消息真的是壞消息」的階段，就回到多頭格局。事實上，這段時間股市的反彈可能會產生意料之外的負面效果，因此漲幅會有侷限，這是所謂的「金融通膨」的效果。近期美股和高收債上漲使金融情勢轉鬆（因股債皆是金融情勢指數的一部分），導致 Fed 升息至限制區的努力被抵銷（圖 7）；而當政策利率的壓力降低，將使通膨下降趨緩，逼使 Fed 再緊縮。考量這個效果，我們認為這波美股的反彈會有明顯的上檔限制。

拉長時間來看，雖然今年我們整體仍對美股偏保守看待，但往好處想，操作上或許不會再比 2022 年更困難了。去年初我們就大膽預測 2022 年會是非常難操作的一年，事後證明確實如此：(1)震盪大：全年漲跌超過±1%的天數達 122 天，是 2000 年以來的第三高，僅次於金融海嘯（2008 年）與 dot.com 泡沫中末期（2002 年），幾乎有一半的交易日波動超過 1%（圖 8）；(2)漲跌波段轉換頻繁：全年主要漲跌的波段達到 7 段，等於切換了至少 6 次，節奏難以掌握。因此，儘管仍保守看待今年美股，但操作難度上要比已經達到難度「高標」的 2022 年更高，確實也不容易。從「擇時」的角度來說，我們認為今年美股的節奏掌握應較去年容易，這是一個正面訊息。

圖 1：全球去年股債表現皆欠佳，僅能源類股與部分原物料有有較好表現

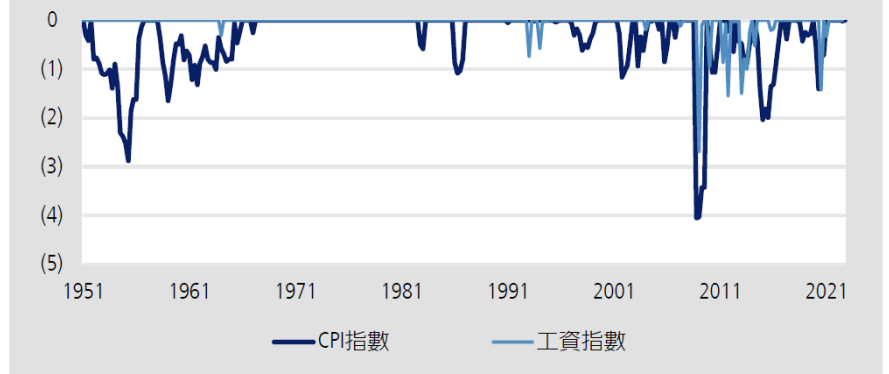
全球 2022 年各類資產表現(美元計價)，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：一般而言，工資比物價更僵固

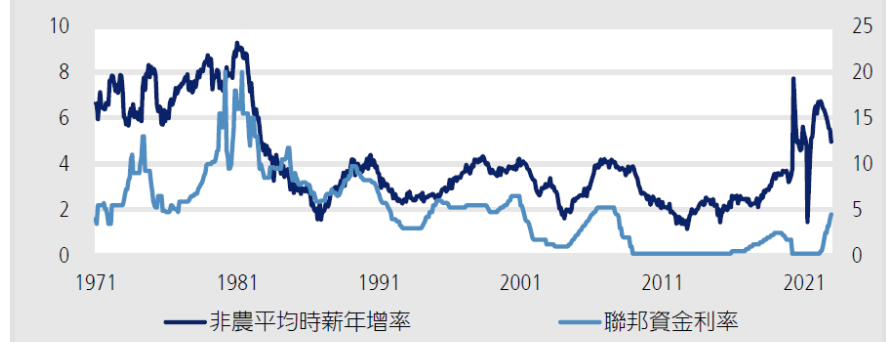
近一年最大跌幅：CPI 指數、工資指數，百分比



註：CPI 因有通膨目標設定，因此以相對於近一年 CPI 指數以 2% 年成長率調整後之數字作為跌幅計算基準
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：薪資若上升迅速導致通膨走升(或不易下降)，自然也會影響 Fed 的升息決策

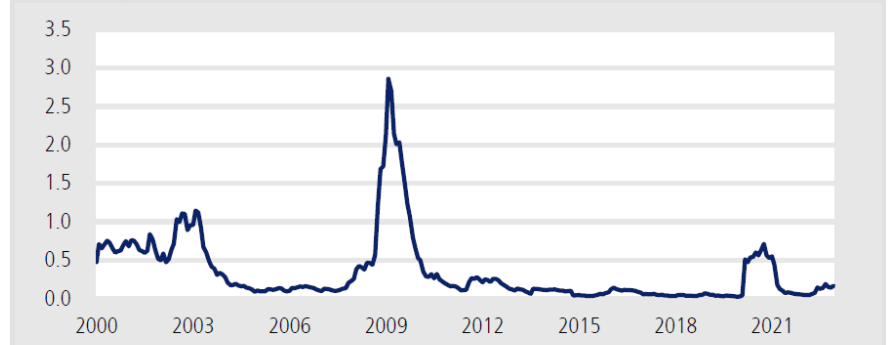
非農平均時薪年增率，百分比(左軸)；聯邦資金利率，百分比(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

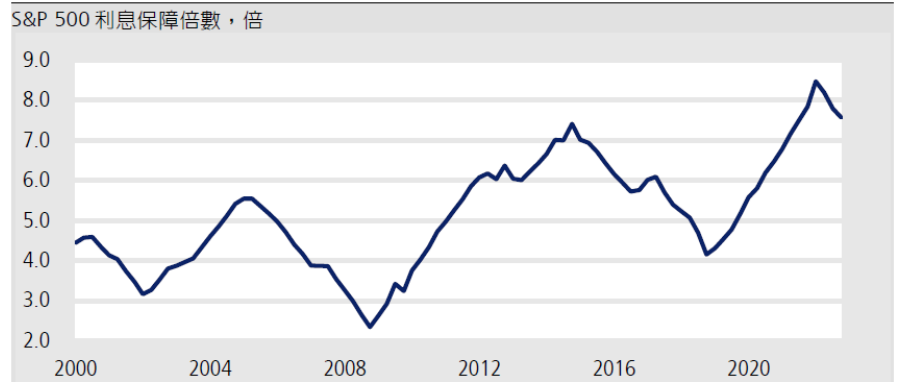
圖 4：S&P 500 企業未來 1 年內發生違約的機率平均僅 0.17%，並不高

S&P 500 企業一年內違約機率平均，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：從利息保障倍數來看，美國資產負債表尚稱健康，發生債務失衡型大衰退機率不高



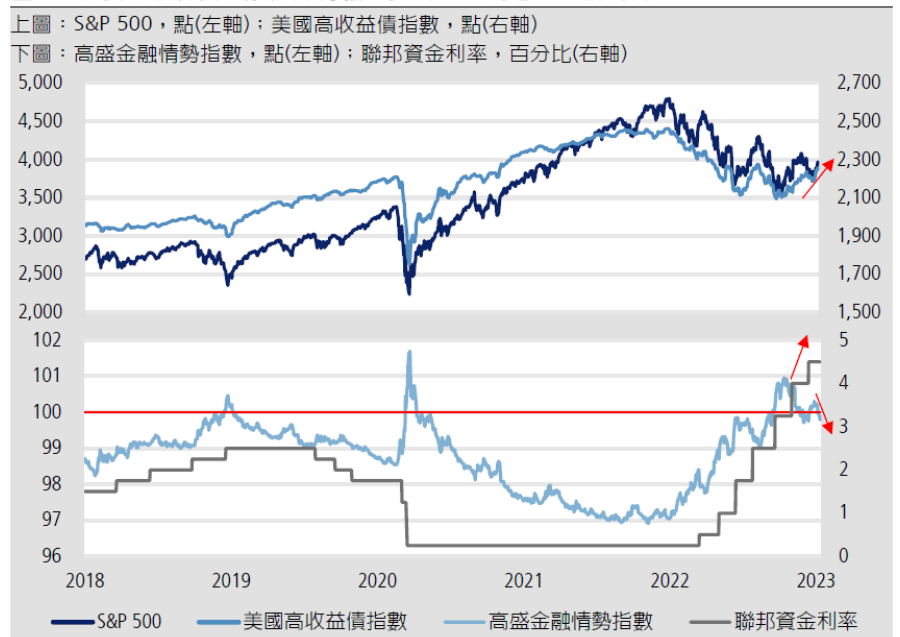
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：10 年債殖利率應不會再創高，但美股的風險貼水目前處於過低的水準、未來仍可能上升



資料來源：Bloomberg；凱基

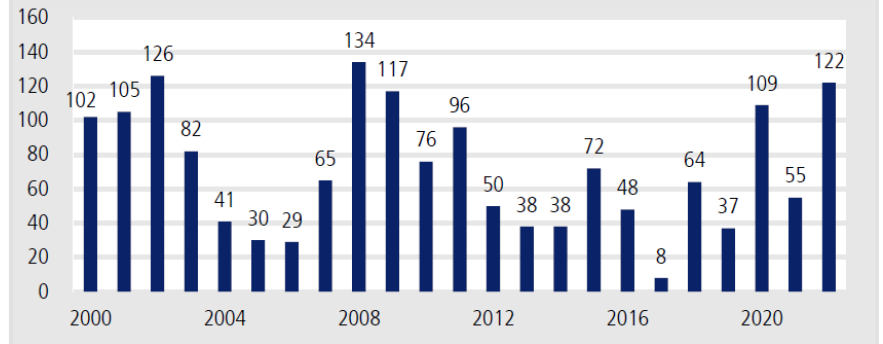
圖 7：股債上漲將使金融情勢轉鬆，抵銷 Fed 升息打通膨的努力



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：2022 年 S&P 500 震盪超過 1% 的天數達 122 天，非常難操作

S&P 500 各年日波動超過 1% 的天數，日



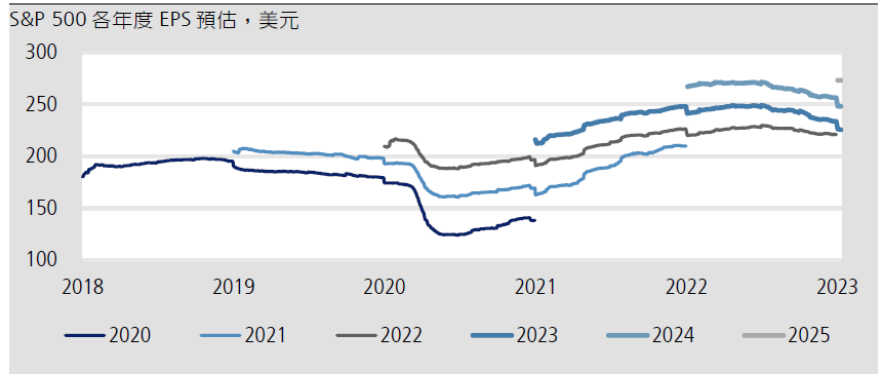
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
1/31-2/1	Fed FOMC會議	升息1碼，同時釋放升息即將結束訊號，市場短暫受激勵後會因意識到難在年內降息而回復平靜
2/2	ECB貨幣政策會議	持續升息，短期內看不到ECB停歇，但經濟壓力越來越大，市場轉向擔憂衰退風險
3月上旬	中國兩會	可能放棄清零政策，加上釋放出寬鬆刺激訊息，陸股可能有評價驅動的行情，並且開始outperform表現偏弱的主要股市
3/16	ECB貨幣政策會議	持續升息，但經濟壓力越來越大，ECB會面臨壓力，而市場更擔憂衰退風險
3/21-22	Fed FOMC會議	可能升息1碼，同時釋放升息結束訊號，開始進入停看聽的階段。接下來市場的重點會放在基本面的變化與受影響的程度

資料來源：凱基整理

圖 10：S&P 500 各年度 EPS 預估



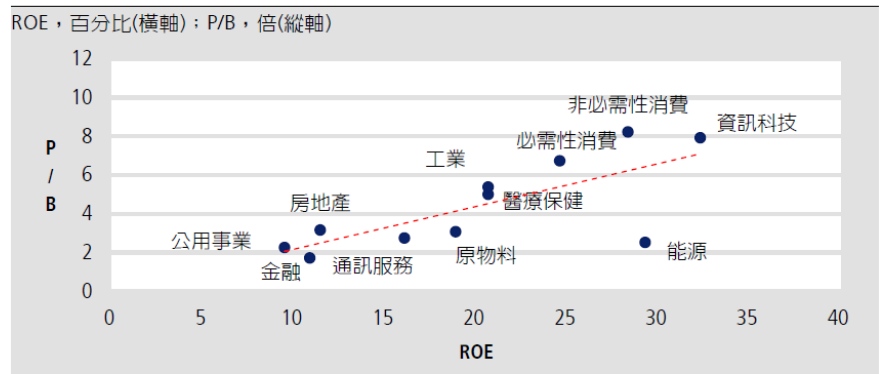
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 11：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
S&P 500	4.4	(2.2)	1.0	(0.6)	5.1	10.9	109.3	5.5	4.1
非必需性消費	13.3	(15.1)	39.4	36.1	19.7	22.3	161.4	(10.2)	28.5
必需性消費	1.3	(2.7)	(0.4)	5.3	7.4	8.5	18.7	1.9	5.4
能源	140.9	64.7	26.2	(29.2)	(23.6)	(9.2)	N.M.	156.2	(13.6)
金融	(16.4)	(8.7)	6.4	12.0	20.6	16.1	99.7	(15.1)	13.4
房地產	14.8	6.9	(3.4)	(2.2)	(3.3)	8.5	68.7	15.4	(0.5)
醫療保健	1.5	(6.4)	(10.4)	(7.2)	(2.3)	6.1	64.6	5.3	(2.9)
工業	19.6	42.7	25.4	5.0	14.1	6.1	194.9	32.9	11.5
資訊科技	(0.2)	(8.7)	(6.6)	0.7	5.0	15.3	41.9	1.3	3.8
原物料	(7.8)	(22.4)	(23.0)	(20.0)	(1.9)	6.2	168.2	8.2	(11.2)
通訊服務	(26.1)	(21.4)	(7.2)	5.7	19.8	18.5	81.3	(17.5)	6.9
公用事業	(7.0)	3.4	(9.5)	2.9	10.0	31.3	18.2	2.6	7.3

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 12：S&P 500 各類股 P/B vs ROE



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 13：美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22
GDP	GDP季增率	QoQ% saar					(1.6)		(0.6)				3.2			
	GDP年增率	YoY %	(2.8)	5.9			3.7		1.8				1.9			
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.0	6.4	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	6.3	6.6	6.3	6.0	
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.0	6.1	6.4	6.8	6.4	6.5	7.0	6.4	6.3	6.3	6.1	5.5	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.5	5.2	5.4	5.4	5.0	4.9	5.0	4.7	4.9	5.2	5.0	4.7	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.2	62.2	62.4	62.2	62.3	62.2	62.1	62.3	62.2	62.2	62.3
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.6
	非農業就業增加數	千	(9,292)	6,743	4,503	504	714	398	368	386	293	537	292	269	263	256
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	1,041	468	738	(346)	317	(242)	215	422	156	(257)	(66)
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	(76)	(56)	(30)	6	(16)	59	36	30	68	48	417
	職缺求供比	倍	1.07	1.55		1.76	1.66	1.78	1.79	1.74	1.71	1.79	1.62	1.75	1.72	1.73
平均時薪	YoY %	5.5	4.9	4.6	5.4	5.2	5.6	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	4.8	4.8	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.0)	4.9	2.9	6.9	4.8	5.3	4.4	3.8	3.6	3.6	5.0	3.3	2.5	
	耐久財訂單	YoY %	(4.5)	15.6	12.5	10.3	9.8	10.1	12.2	11.9	9.1	11.3	11.5	10.5	6.2	
	核心資本財訂單	YoY %	(7.8)	12.4	12.0	11.5	10.6	6.4	11.2	9.4	7.3	9.8	8.0	6.4	5.1	
	整體存銷比	倍	1.44	1.28	1.27	1.27	1.28	1.29	1.30	1.30	1.32	1.33	1.33	1.33		
	製造業存銷比	倍	1.61	1.51	1.48	1.48	1.47	1.47	1.46	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.47	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.13	1.15	1.15	1.18	1.18	1.20	1.21	1.23	1.24	1.24	1.22		
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.5	60.6	53.5	57.6	58.6	57.1	55.4	56.1	53.0	52.8	52.8	50.9	50.2	49.0
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.5	56.2	59.9	56.5	58.3	57.1	55.9	55.3	56.7	56.9	56.7	54.4	56.5
	ISM新訂單指數	點	54.0	64.3	51.6	57.9	61.7	53.8	53.5	55.1	49.2	48.0	51.3	47.1	49.2	47.2
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.48)	0.36	0.48	0.50	0.20	0.21	(0.25)	(0.28)	0.27	0.14	0.17	(0.05)		
美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.1)	7.1	6.3	7.2	6.0	4.3	2.7	1.4	(0.1)	(0.9)	(1.5)	(2.9)	(4.5)		
銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8	(14.5)			(1.5)			24.2			39.1		
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4	21.7			12.3			24.2			(8.8)		
房市	建築許可	千, saar	1,476	1,737	1,841	1,857	1,879	1,823	1,695	1,696	1,685	1,542	1,564	1,512	1,351	
	新屋開工	千, saar	1,395	1,605	1,666	1,777	1,716	1,805	1,562	1,575	1,377	1,508	1,465	1,434	1,427	
	新屋銷售	千, saar	831	769	831	790	707	619	636	571	543	646	559	605	640	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	6.5	5.9	5.8	5.6	5.4	5.1	4.8	4.8	4.7	4.4	4.1	
標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.2	18.5	19.0	20.3	21.2	21.3	20.5	18.6	16.0	13.1	10.4	8.7			
消費	個人支出	年比%, sa	(3.0)	8.3	5.6	6.7	2.3	2.4	2.6	2.1	2.2	2.3	2.1	1.9	2.0	
	零售銷售	YoY %	0.6	19.7	13.7	17.7	7.1	7.8	8.7	8.8	10.0	9.7	8.4	8.3	6.5	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.3	19.1	14.0	17.7	9.5	10.5	12.0	11.0	12.1	10.3	9.1	8.9	7.7	
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	150	141	133	143	12.7	13.0	13.4	13.2	13.5	14.9	14.1	13.3
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	111.1	105.7	107.6	108.6	103.2	98.4	95.3	103.6	107.8	102.2	101.4	108.3
密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	67.2	62.8	59.4	65.2	58.4	50.0	51.5	58.2	58.6	59.9	56.8	59.7	
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.6)	(10.8)	(9.6)	(9.2)	(7.2)	(4.9)	(4.7)	(4.3)	(3.2)	(3.7)	(5.4)	(4.3)	(5.3)	
	經常帳	佔GDP%	(2.9)	(3.6)			(3.8)			(3.9)			(3.7)			
國際收支	長期證券投資淨流入	十億美元	505	907	58.6	145.0	23.7	87.6	155.3	121.8	21.3	198.3	117.7	67.8		
	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	1.00	1.75	2.50	2.50	3.25	3.25	4.00	4.50
貨幣與金融	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	1.78	1.83	2.34	2.93	2.84	3.01	2.65	3.19	3.83	4.05	3.61	3.87
	美元指數	點	89.9	95.7	96.5	96.7	98.3	103.0	101.8	104.7	105.9	108.7	112.1	111.5	106.0	103.5

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 14：台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2020	2021	2022	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.5			3.9			3.0			4.0				
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.8	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.7	2.4	2.7
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.8	2.7	2.4	1.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9	2.7
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7		3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	
	工業生產	YoY %	7.1	13.4		8.4	9.5	2.4	6.4	4.1	0.5	1.6	3.3	(4.5)	(4.3)	(4.9)	
經濟活動	Markit台灣製造業PMI	點	51.0	58.5	47.7	55.1	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6
	景氣對策燈號					黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	綠	黃藍	黃藍	藍	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0		36.0	34.0	31.0	28.0	28.0	27.0	24.0	23.0	17.0	18.0	12.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.0		6.3	5.8	5.5	5.0	4.3	3.3	1.9	0.4	(0.9)	(2.1)	(3.0)	
	景氣同時指標	YoY %	(1.1)	4.9		8.5	7.8	7.2	6.6	6.1	5.6	4.5	2.7	0.5	(2.1)	(4.8)	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3		6.3	0.2	5.5	4.7	3.6	22.5	18.1	12.0	7.8	2.1	1.4	
	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	40.0	37.5	43.5	41.5	42.1	42.2	43.3	40.3	37.5	39.9	36.1	35.8
外貿	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	35.1	31.6	38.9	36.6	39.7	37.6	38.3	37.4	32.5	37.0	32.7	31.0
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	4.9	5.8	4.7	4.9	2.4	4.6	5.0	3.0	5.0	3.0	3.4	4.8
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	16.7	34.8	21.3	18.8	12.4	15.2	13.9	1.9	(5.3)	(0.5)	(13.1)	(12.1)
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	24.1	35.2	19.4	26.7	26.6	19.1	19.1	3.4	(2.6)	8.2	(8.6)	(11.4)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1		58.9	51.6	62.7	51.9	55.4	58.8	54.3	54.6	60.9	55.4	50.1	
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3		11.7	21.1	16.8	(5.5)	6.0	9.5	(1.9)	2.0	(3.1)	(6.3)	(23.4)	
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8		11.5	11.1	10.9	9.8	8.5	8.1	6.7	7.6	6.6	5.2	4.4	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0		7.9	7.7	8.1	8.1	7.9	7.7	7.0	6.9	6.8	7.3	7.4	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	548.9	550.0	548.8	545.1	548.9	549.0	547.8	545.5	541.1	542.8	552.2	554.9
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	30.7	27.8	28.0	28.6	29.4	29.0	29.7	29.9	30.4	31.8	32.3	30.8	30.7

資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及／或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及／或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及／或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。