

待驗證聯準會鷹派的可行性：Who Behinds the Curve

勞動力市場未明顯降溫、通膨風險未明顯改善，預期聯準會 2023 年將不會降息

焦點內容

十二月份 FOMC 如市場預期升息 2 碼，聯準會表示將持續升息以壓制通膨，但將考量經濟和金融情勢變化而放緩升息步調。經濟衰退風險將是 2023 年金融市場主軸，但市場仍認為聯準會最終會在 2023 年第 4 季因衰退而降息兩碼。我們認為，基於美國私部門槓桿程度有限，家戶部門仍累積疫情補貼的超額儲蓄，加上勞動市場因勞動供給不足而明顯過熱，美國將出現淺度經濟衰退。為了抑制通膨，聯準會將在明年拉高終端利率至 5.25%，並且維持到 2024 年才降息。

聯準會持續升息以壓制通膨，但將考量經濟和金融情勢變化放緩升息步調

聯準會十二月份聯邦公開市場委員會(FOMC)會議如預期放緩升息速度至 2 碼，將政策利率升到 4.25-4.50%。

會後聲明提及 (1)生產與支出為適度成長、(2)就業成長強勁與失業率維持在低點及(3)通膨居高不下，這三項經濟現況聲明與 11 月 FOMC 會後聲明一致。貨幣政策的兩項聲明也與 11 月會議聲明一致，分別為：(1) 為了保持貨幣政策立場有足夠地限制性，讓通膨隨著時間回到 2.0%，政策利率目標區間持續上升是適宜的。(2)委員會將考量緊縮貨幣政策所累積的效果、貨幣政策影響經濟活動和通膨的落後性，以及經濟和金融情勢變化，以決定未來調升政策利率目標區間的步調。

經濟預期方面，重點是(1)調降 2023 年經濟成長、(2)調升 2023 年核心物價與失業率，顯示聯準會預期 2023 年通膨下降速度緩慢，因此必須依賴更高的終端利率讓勞動市場降溫，也導致經濟下降更明顯(圖 1)。

點陣圖也顯示未來升息狀態(圖 2)：(1)2023 年再升息 3 碼，終端利率來到 5.0-5.25%，較 9 月預估值提高 2 碼，不排除再升息可能。(2)維持終端利率到 2024 年才開始降息，預計 2024 年降息 4 碼，政策利率降至 4.0-4.25%。(3)2025 年再降息 4 碼，政策利率降至 3.0-3.25%。(4)2024 年之後的利率點陣圖相當離散，參考性大幅降低，未來利率變動更依賴經濟(物價)變化。

聯準會理事認為通膨存在上行風險且勞動市場仍然失衡而偏熱，因此 2023 年不會降息，將維持政策利率在限制領域一段相當長的時間

聯準會主席 Powell 在會後記者會對經濟表達幾項重點：

通膨方面(圖 3)：(1)聯準會理事認為通膨存在上行風險。(2)不該對近兩個月通膨下降感到自滿，這次高通膨維持的時間越久，高通膨的僵固性就會越明顯。(3)明年住房通膨將會開始下降。(4)不含住房的服務業通膨需要一段時間才會開始下降，預計服務業通膨下降速度緩慢(近期不含住房的服務業通膨有所降低，但其中大多屬於一次性的變化，聯準會不認為這些變化是可持續的，核心關鍵還是在於勞動工資居高不下對服務業通膨的影響)。

勞動市場方面：(1)美國勞動市場存在結構問題，使得勞動力供應短缺。(2)雖然勞動空缺有所改善，但是勞動市場仍然失衡而偏熱(圖 4)。(3)因為勞動空缺相當高，勞動市場不須透過大量裁員來降低熱度。(4)目前工資成長速度仍過快，在控制平均時薪部分沒有太多進展，工資成長必須與 2%的通膨目標保持一致，這也呼應到為何聯準會對於服務業通膨發展較為擔憂(圖 5)。

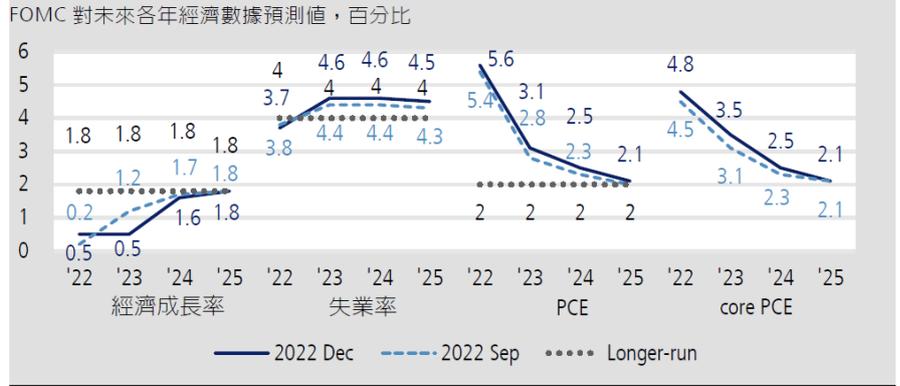
政策利率與經濟成長方面：(1)政策利率正接近限制性利率水準。(2)先前聯準會升息速度相當快，適當的放慢升息有助於平衡升息過度風險。(3)2023 年不會降息，通膨沒有回到 2% 的信心前不會降息，將維持政策利率在限制領域一段相當長的時間。(4)2022 年第 4 季經濟是溫和成長，聯準會預測未來並不會有經濟衰退，而是經濟成長將相當緩慢。但整體而言，聯準會仍沒有把握經濟不陷入衰退。

我們認為美國將出現淺度經濟衰退，且聯準會為了抑制通膨，將在明年拉高終端利率至 5.25%，並且維持到 2024 年才降息。

12 月 FOMC 會議在點陣圖與經濟預期部分相當鷹派，市場立刻出現股市下跌與美元、美債殖利率上揚。然而，Powell 於會後記者會，重點展現打壓通膨決心外，並未有更為鷹派的言論。市場可能認為在 2023 年第一季通膨下降與經濟下滑的狀態，聯準會最終只會 2、3 月各升息 1 碼(圖 6)，因此股市小幅回升，美元與美債利率則有所拉回。

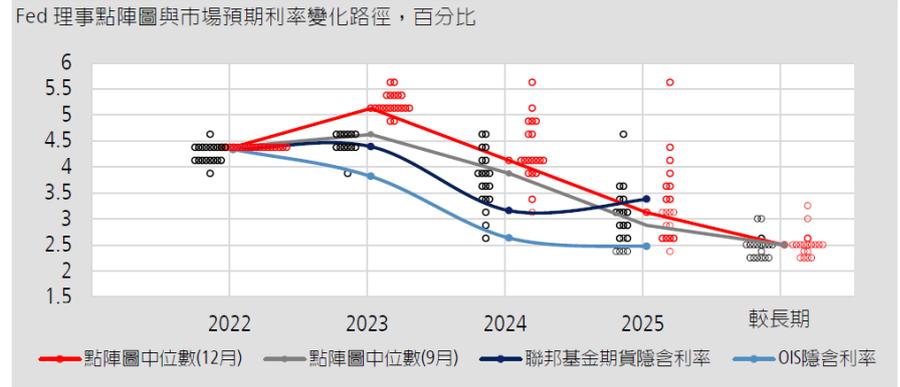
經濟衰退風險將是 2023 年金融市場主軸，但市場仍認為聯準會最終會在 2023 年第 4 季因衰退而降息兩碼。我們認為，基於美國私部門槓桿(圖 7)程度有限，家戶部門仍累積疫情補貼的超額儲蓄(圖 8)，加上勞動市場因勞動供給不足而明顯過熱(圖 9)，美國將出現淺度經濟衰退。為了抑制通膨，聯準會將在明年拉高終端利率至 5.25%，並且維持到 2024 年才降息。

圖 1：本次 FOMC 會議調升核心物價與失業率並大幅調降明年的經濟成長率



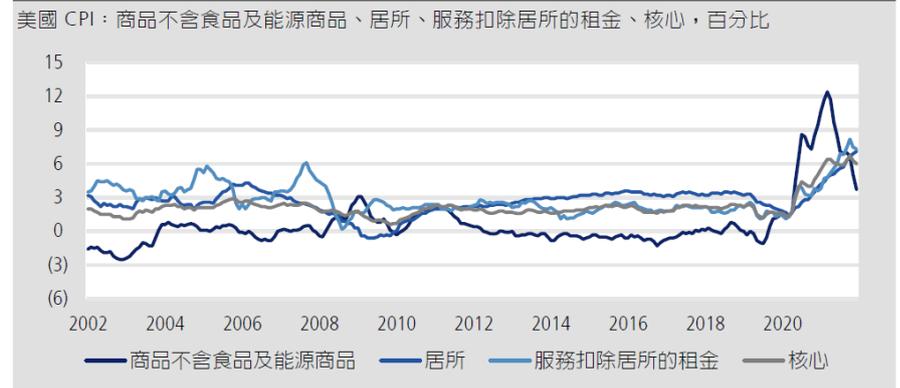
資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：聯準會調高終端政策利率至 5.00-5.25%



資料來源：Fed；Bloomberg；凱基

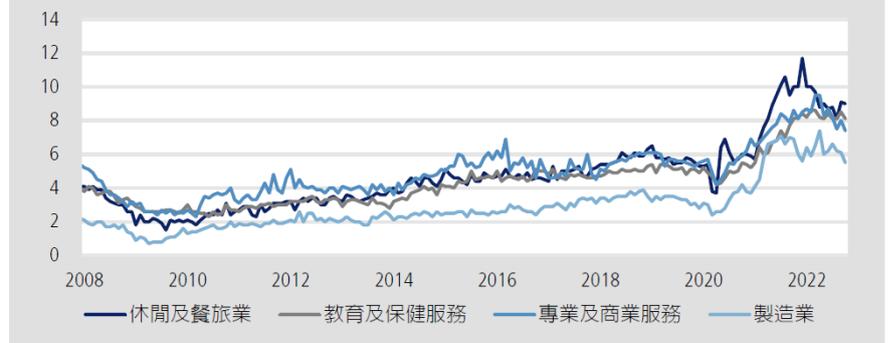
圖 3：近期不含住房的服務業通膨有所降低，但其中大多屬於一次性的變化，核心關鍵還是在於勞動工資居高不下對服務業通膨的影響



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 4：職位空缺率越高的產業的薪資增幅越快，多數都屬於較為低薪的服務業

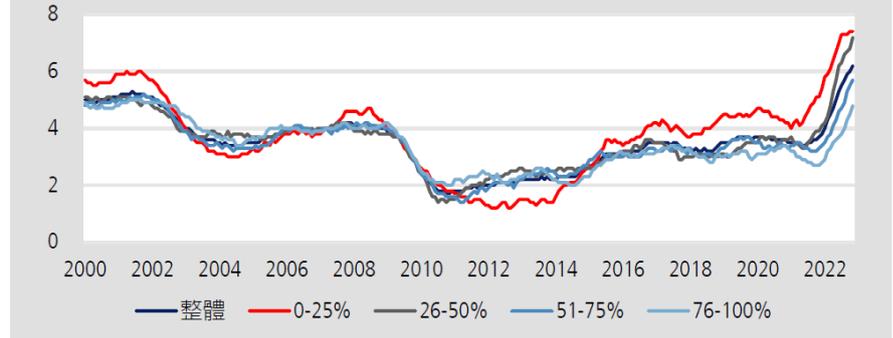
職位空缺率：休閒及餐旅業、教育及保健服務、專業及商業服務、製造業，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 5：較低階工資加速上揚，勞動供給與需求失調，企業將轉嫁到服務業物價

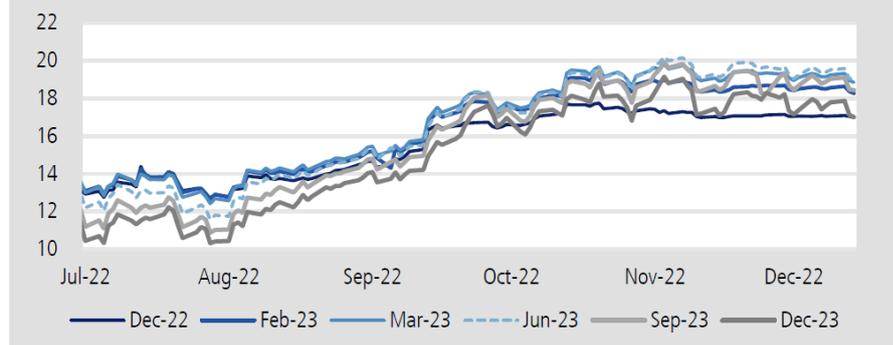
各所得群組工資上漲率：整體、0-25%、26-50%、51-75%、76-100，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：市場預期聯準會最終只會 2、3 月各升息 1 碼

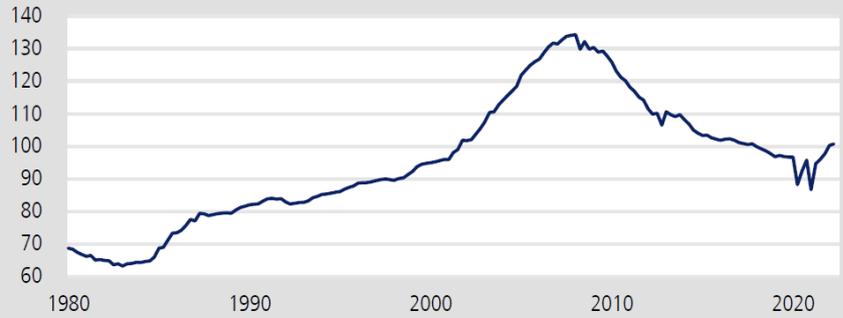
聯邦利率期貨市場對 2022 年 12 月份以及 2023 年 2,3,6,9,12 月份 FOMC 會議累積升息幅度預測，碼數



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 7：美國私部門槓桿程度有限

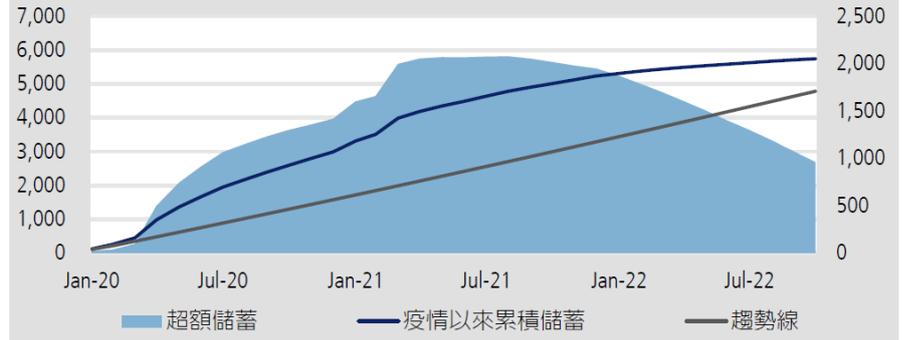
家戶負債/可支配所得，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：美國家戶部門仍累積疫情補貼的超額儲蓄

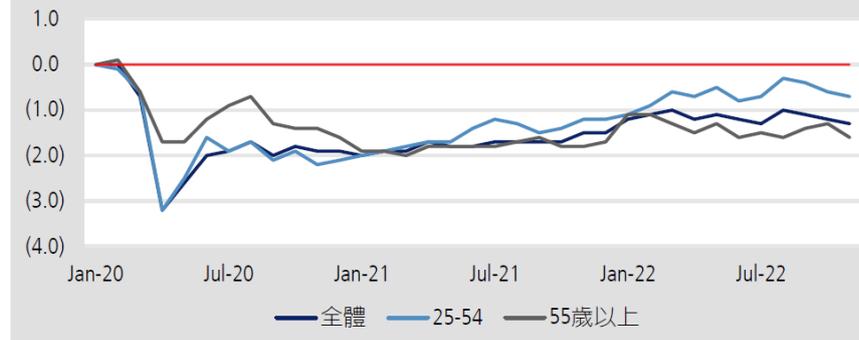
疫情以來累積儲蓄、趨勢線，十億美元(左軸)；超額儲蓄，十億美元(右軸)



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 9：勞動市場因勞動供給不足而明顯過熱

勞動參與率(現在-疫情前)：全體、25-54 歲、55 歲以上，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 10: 美國重要經濟數據彙總

指標	單位	2019	2020	2021	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	
GDP	GDP季增率	QoQ%, saar					(1.6)			(0.6)			2.9			
	GDP年增率	YoY %	2.3	(2.8)	5.9		3.7			1.8			1.9			
物價	消費者物價指數	YoY %	1.8	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 %	2.2	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 %	1.5	1.1	4.0	6.1	6.4	6.8	6.4	6.5	7.0	6.4	6.2	6.3	6.3	6.0
	核心PCE指數	YoY %	1.7	1.3	3.5	5.2	5.4	5.4	5.0	4.9	5.0	4.7	4.9	5.2	5.0	5.0
勞動市場	勞動參與率	%	63.3	61.5	61.9	62.2	62.3	62.4	62.2	62.3	62.2	62.1	62.4	62.3	62.2	62.1
	失業率	%	3.7	8.1	5.4	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.7
	非農業就業增加數	千	1,968	(9,292)	6,743	504	714	398	368	386	293	537	292	269	284	263
	平均時薪	YoY %	2.9	5.5	4.9	5.4	5.2	5.6	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.1	4.9	5.1
經濟活動	工業生產	YoY %	(0.7)	(7.0)	4.9	2.9	6.9	4.8	5.3	4.4	3.9	3.9	3.8	5.0	3.3	
	耐久財訂單	YoY %	(6.6)	(4.5)	15.6	12.5	10.3	9.8	10.1	12.2	11.9	9.1	11.3	11.5	10.7	
	核心資本財訂單	YoY %	(0.6)	(7.8)	12.4	12.0	11.5	10.6	6.4	11.2	9.4	7.3	9.8	7.9	6.4	
	ISM製造業採購經理人指數	點	51.2	52.5	60.6	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	55.5	54.3	62.5	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	51.2	54.0	64.3	57.9	61.7	53.8	53.5	55.1	49.2	48.0	51.3	47.1	49.2	47.2
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	1.5	(4.1)	7.1	6.3	7.2	6.0	4.3	2.7	1.4	(0.1)	(0.9)	(1.5)	(2.7)	
房市	建築許可	千, saar	1,386	1,476	1,737	1,841	1,857	1,879	1,823	1,695	1,696	1,685	1,542	1,564	1,512	
	新屋開工	千, saar	1,291	1,395	1,605	1,666	1,777	1,716	1,805	1,562	1,575	1,377	1,508	1,488	1,425	
	新屋銷售	千, saar	683	831	769	831	790	707	619	636	571	543	661	588	632	
	成屋銷售	百萬, saar	5.3	5.6	6.1	6.5	5.9	5.8	5.6	5.4	5.1	4.8	4.8	4.7	4.4	
	NAHB 房地產市場指數	點, sa	66	70	81	83	81	79	77	69	67	55	49	46	38	33
	標普/凱斯席勒綜合20城市房價指數	YoY %	2.8	10.2	18.5	19.0	20.3	21.2	21.3	20.5	18.7	16.0	13.1	10.5		
消費	個人支出	年比%, sa	2.0	(3.0)	8.3	5.6	6.7	2.3	2.4	2.6	2.1	2.1	2.1	2.0	1.8	
	零售銷售	YoY %	3.1	0.6	19.7	13.7	17.7	7.1	7.8	8.7	8.8	10.0	9.7	8.6	8.3	
	零售銷售扣除汽車	YoY %	3.2	1.3	19.0	14.0	17.7	9.5	10.5	12.0	11.0	12.1	10.3	9.3	9.0	
	國內汽車銷售	百萬, sa	203.0	173.0	179.2	15.0	14.1	13.3	14.3	12.7	13.0	13.4	13.2	13.5	14.9	14.1
	密西根大學消費者信心指數	點	96.0	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
財政	財政餘額	佔GDP%	(4.7)	(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)
國際收支	經常帳	佔GDP%	(2.1)	(2.9)	(3.6)			(3.8)			(3.9)					
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	1.75	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
	10年期公債殖利率	%	1.92	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
	美元指數	點	96.4	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

資料來源: Bloomberg; 凱基

圖 11: 台灣重要經濟數據彙總

指標	單位	2019	2020	2021	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.1	3.4	6.5			3.9		3.0			4.0			
物價	消費者物價指數	YoY %	0.6	(0.2)	2.0	2.8	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.4	
	核心消費者物價指數	YoY %	0.6	0.7	1.8	2.4	1.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.8	2.9	
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		
經濟活動	工業生產	YoY %	(0.3)	7.1	13.4	8.4	9.5	2.4	6.4	4.1	0.5	1.6	3.3	(4.5)	(3.6)	
	Markit台灣製造業PMI	點		51.0	58.5	55.1	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6
	景氣對策燈號					黃紅	黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	綠	黃藍	黃藍	
	景氣綜合判斷分數	點	20.7	24.3	39.0	36.0	34.0	31.0	28.0	28.0	27.0	24.0	23.0	17.0	18.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.7)	(0.5)	3.8	6.3	5.9	5.6	5.2	4.5	3.4	2.0	0.5	(0.9)	(2.2)	
	景氣同時指標	YoY %	(2.7)	(1.1)	4.7	8.5	7.7	7.0	6.3	5.7	5.0	4.0	2.5	0.7	(1.2)	
消費	零售銷售	YoY %	3.1	0.2	3.3	6.3	0.2	5.5	4.7	3.6	22.5	18.1	12.0	7.8	2.1	
外貿	出口	十億美元	329.2	345.2	446.6	40.0	37.5	43.5	41.5	42.1	42.2	43.3	40.3	37.5	39.9	36.1
	進口	十億美元	285.6	285.8	381.3	35.1	31.6	38.9	36.6	39.7	37.6	38.3	37.4	32.5	37.0	32.7
	貿易收支	十億美元	43.5	59.4	65.3	4.9	5.8	4.7	4.9	2.4	4.6	5.0	3.0	5.0	3.0	3.4
	出口成長率	YoY %	(1.5)	4.9	29.4	16.7	34.8	21.3	18.8	12.4	15.2	13.9	1.9	(5.3)	(0.5)	(13.1)
	進口成長率	YoY %	0.3	0.1	33.4	24.1	35.2	19.4	26.7	26.6	19.1	19.1	3.4	(2.6)	8.2	(8.6)
	外銷訂單	十億美元	484.6	533.7	674.1	58.9	51.6	62.7	51.9	55.4	58.8	54.3	54.6	60.9	55.4	
	外銷訂單成長率	YoY %	(5.3)	10.1	26.3	11.7	21.1	16.8	(5.5)	6.0	9.5	(1.9)	2.0	(3.1)	(6.3)	
	貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	7.4	16.2	12.8	11.5	11.1	10.9	9.8	8.5	8.1	6.7	7.6	6.6	5.2
M2貨幣供給		YoY %	4.1	8.5	8.0	7.9	7.7	8.1	8.1	7.9	7.7	7.0	6.9	6.8	7.3	
外匯存底		十億美元	529.9	548.4	548.4	548.9	550.0	548.8	545.1	548.9	549.0	547.8	545.5	541.1	542.8	552.2
重貼現率		%	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	27.7	27.8	28.0	28.6	29.4	29.0	29.7	29.9	30.4	31.8	32.3	30.8

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，并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有。