



市場與Fed對通膨預期的差異是關鍵

最快 1Q 市場確認今年不會降息後，將出現失望賣壓

焦點內容

我們認為，市場與 Fed 對通膨預估的差距導致雙方在貨幣政策路徑預期有歧異；市場仍預期今年內會降息，係因 price in 經濟軟著陸情境。惟觀察 90 年代中期後，政策利率由升轉降絕少在半年間發生，我們認為市場目前預期不切實際。維持最快 1Q 市場確認今年不會降息後，將出現失望賣壓的看法。

我們認為市場與 Fed 目前在對通膨等經濟數據的預期仍有不小的差距（而過去在升息末期這樣的情形其實較罕見），是造成當前雙方對貨幣政策的路徑看法仍存在歧見、且市場的反應也不見得理性的關鍵

美國 2 月來優於預期的數據攪亂一池春水，住房類通膨下降時間將延至 2H

2 月以來，包括非農就業、通膨與零售銷售等數據皆優（高）於預期，使市場重新擔憂 Fed 貨幣政策緊縮持續時間將拉長。就通膨這個決策中最核心的數據來說，1 月的數據高於市場預估，除了能源原先下降的趨勢出現回升外，最重要的莫過於住房類通膨持續上升（圖 1），與我們先前的預估「今年年初開始應該會就會出現觸頂下滑走勢」有一些出入。我們目前對住房類通膨的預期修正為短期持平、下半年起會有較明顯的下滑（圖 2），但仍維持服務類不含住房的通膨類別，是所有類別中最僵固的看法。

市場與 Fed 對通膨預估的差距導致雙方在貨幣政策路徑預期有歧異，市場預期今年內會降息係因 price in 經濟軟著陸情境

弔詭的是，儘管上述近期數據超過預期，導致市場對升息停止的時間往後延、緊縮持續較久（圖 3），卻未對未來今年內通膨預估路徑有明顯的上修（圖 4）。某種程度上，這與市場預期今年內仍可能降息的觀點一致（圖 5）；不過，正是因為在通膨等經濟數據未來變化上，市場與 Fed 有較大的差距，導致雙方對貨幣政策的路徑看法，仍存在一定的歧見。目前市場對核心 PCE 預估中位數約以每季 0.4-0.5% 的速度下降、年底就有機會降至 3.0% 甚至以下的水準（圖 6）；但 Fed 對年底通膨可降至的水準仍高達 3.4%（紐約 Fed）-3.5%（12 月 FOMC 會議經濟預估）。無獨有偶，雙方在失業率上的預估差異也是顯著的（圖 7），Fed 預估年底的失業率明顯高於市場（4.6% vs 4.0%）；可以這麼說，市場目前抱持的觀點是今年內會降息、並因此促成經濟軟著陸（GDP 為正、失業率仍低於自然失業率）的美好情境。

90 年代中期後政策利率升轉降絕少在半年間發生，市場目前預期不切實際

不過，目前市場對降息的時點預期仍然有些不切實際。按市場預期 6 月可能再升息、但年底仍會降息的情境，最後一次升息到轉降息的時間僅半年甚至更短；這在 90 年代中期、Fed 將政策目標由貨幣供給轉為利率目標後，幾乎沒有出現過（圖 8）。我們認為，本次通膨是重中之重、其下降的速度也不會太快的情況下，發生利率在 6 個月內就由升轉降的例外，機會不高。

結論：維持最快 1Q 市場確認今年不會降息後，將出現失望賣壓的看法

我們目前對 Fed 貨幣政策看法仍是 3、5 月各升一碼，但之後就停止升息的機率較高、且今年仍不會降息。據此，我們維持市場最快應在第一季末起，就將確認今年降息的可行性已微乎其微，加上基本面下行仍持續，屆時將會出現一定失望賣壓的看法。

圖 1：能源、住房類通膨是 1 月 CPI 數據不如預期關鍵

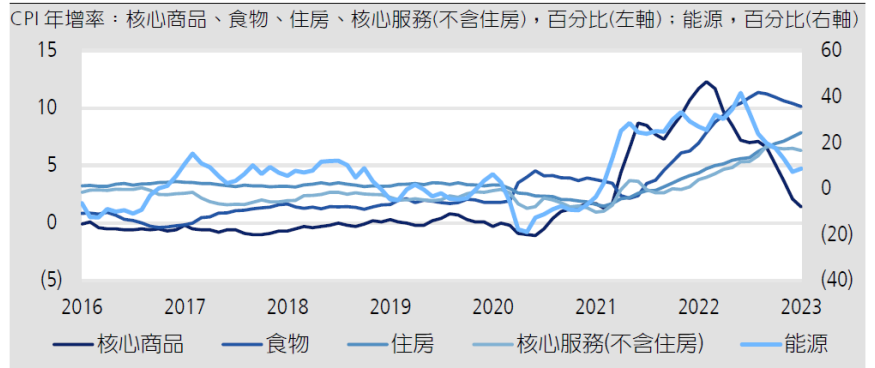


圖 2：住房與其他服務通膨今年降幅如何決定整體通膨走向

類別	權重 (%)	1 月份年增率 (%)	12 月份年增率 (%)	12~1 月份變化方向	預期未來變化方向
核心商品	21.4	1.4	2.1	下降	持續走低
能源	6.9	8.7	7.3	上升	持續走低
食物	13.5	10.1	10.4	下降	持續走低
住房	34.4	7.9	7.5	上升	持平，預期下半年迅速走低
核心服務(不含住房)	23.8	7.2	7.5	下降	目前仍沒有下降跡象

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：聯邦基金利率期貨顯示市場預期聯準會第一季之後再升息機率大幅提高

聯邦利率期貨市場對 2023 年 3,5,6 月份 FOMC 會議升息一碼以上之機率預測，百分比

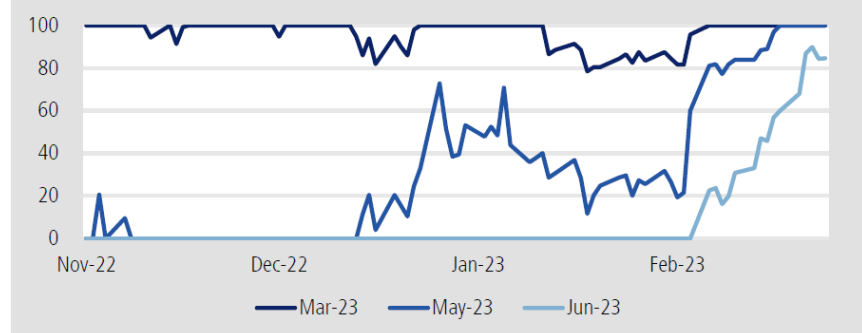


圖 4：由 CPI swap 來看未來一年通膨似乎很樂觀

1 年期 CPI Swap、密大消費者信心調查：對未來 1 年通膨中位數預期，百分比

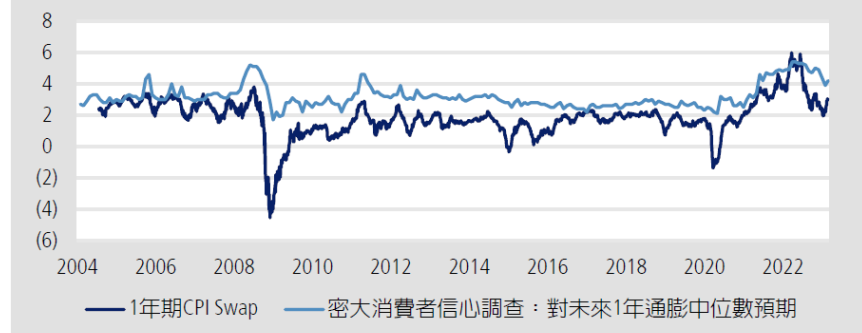
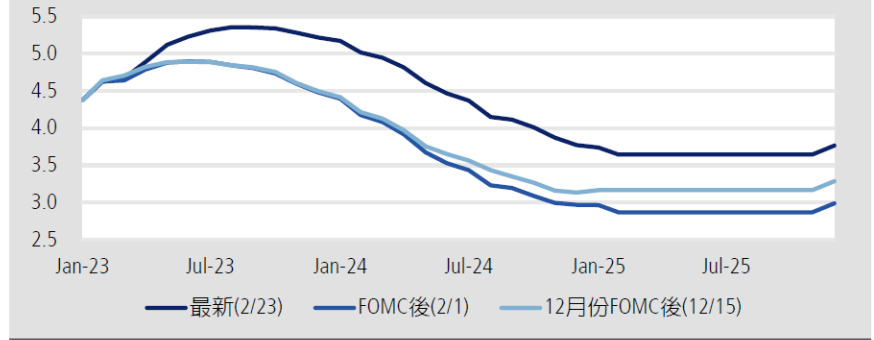


圖 5：弔詭的是，市場依然預期下半年經濟衰退下聯準會將降息一碼

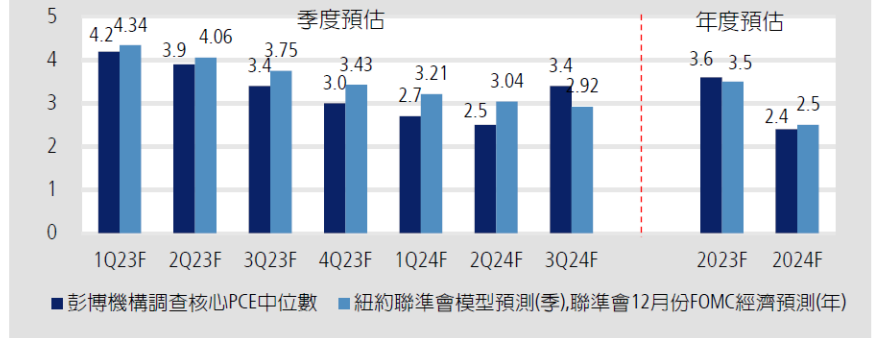
未來各時點的一月期聯邦基金期貨殖利率：最新、2/1、12/15，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 6：而市場預估下降的程度也普遍比 Fed 樂觀

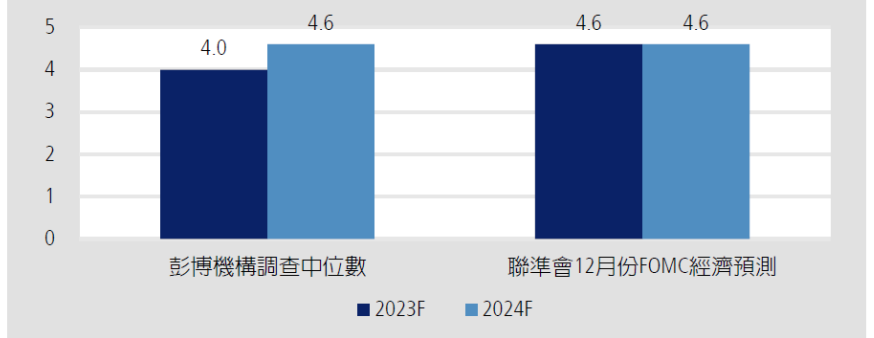
季度及年度核心 PCE 預估：彭博機構調查中位數、紐約聯準會模型預測、聯準會點陣圖，百分比



資料來源：Bloomberg；Fed；NY Fed；凱基整理

圖 7：Fed 預估年底的失業率明顯高於市場

年度失業率預估：彭博機構調查中位數、聯準會點陣圖，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 8：90 年代中期後，Fed 由升息轉為降息絕少在半年內發生

最後一次升息日期	隨後降息日期	間隔時間(月)
1975/6/2	1975/10/1	4.0
1982/9/24	1982/10/12	0.6
1984/8/21	1984/10/2	1.4
1989/2/24	1989/6/5	3.4
1995/2/1	1995/7/6	5.2
1997/3/25	1998/9/29	18.4
2000/5/16	2001/1/3	7.7
2006/6/29	2007/9/18	14.9
2018/12/19	2019/7/31	7.5

資料來源：Bloomberg；凱基

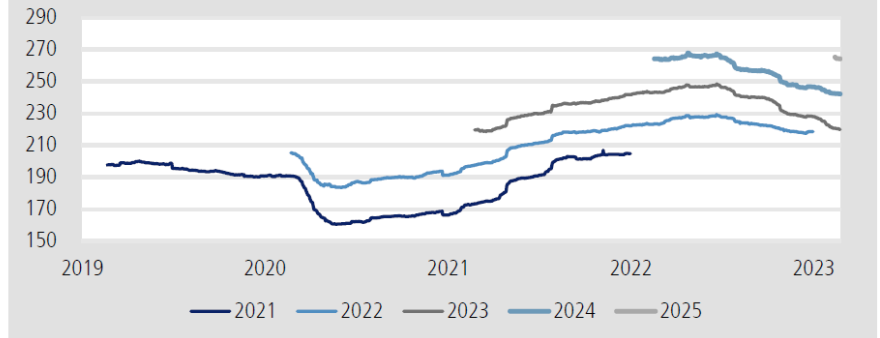
圖 9：未來一季國際政經大事

日期	重大事件	可能影響
3/4-11	中國兩會	可能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	預估升息一碼，並對市場釋放更強烈今年不會降息的觀點，市場可能出現失望賣壓

資料來源：凱基整理

圖 10：S&P 500 各年度 EPS 預估

S&P 500 各年度 EPS 預估，美元



資料來源：Bloomberg；凱基

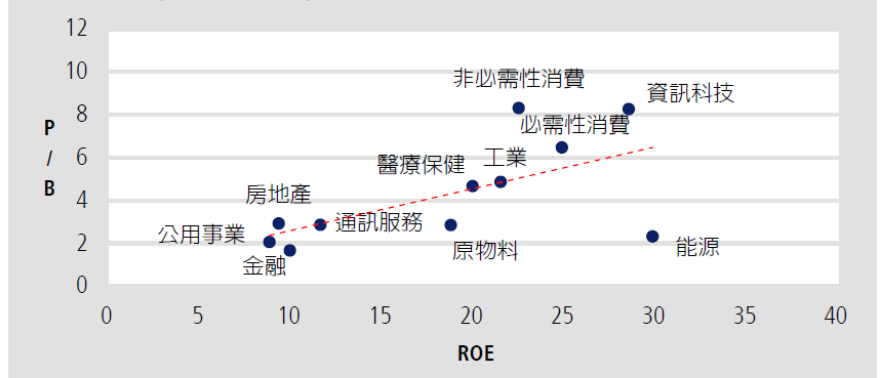
圖 11：S&P 500 各類股 EPS 成長預估

	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2021	2022	2023
S&P 500	4.4	(2.8)	(3.9)	(3.0)	3.6	10.1	109.3	5.2	1.6
非必需性消費	13.3	(16.9)	31.8	30.3	15.3	21.9	161.4	(10.8)	23.7
必需性消費	1.3	(1.9)	(3.3)	6.6	9.2	10.2	18.7	2.6	5.1
能源	140.9	59.3	19.1	(32.0)	(26.1)	(10.8)	N.M.	153.6	(15.7)
金融	(16.4)	(10.3)	5.3	10.1	17.9	14.4	99.7	(15.8)	11.8
房地產	14.8	7.6	(6.0)	(2.3)	(4.7)	5.8	68.7	15.4	(1.9)
醫療保健	1.5	(2.5)	(17.8)	(11.2)	(4.0)	1.6	64.6	6.4	(8.1)
工業	19.6	42.0	18.3	2.8	13.7	7.4	194.9	32.6	10.1
資訊科技	(0.2)	(8.8)	(11.5)	(3.0)	2.5	12.5	41.9	1.2	0.3
原物料	(7.8)	(18.8)	(30.9)	(23.5)	(3.9)	1.8	168.2	9.1	(16.2)
通訊服務	(26.1)	(25.6)	(12.2)	7.1	22.8	29.3	81.3	(19.5)	8.7
公用事業	(7.0)	(6.4)	(8.6)	3.7	11.5	37.4	18.2	1.6	7.8

資料來源：Refinitiv；凱基整理

圖 12：S&P 500 各類股 P/B vs ROE

ROE，百分比(橫軸)；P/B，倍(縱軸)



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	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	
GDP	GDP季增年率	QoQ%, saar				(1.6)			(0.6)			3.2				2.7	
	GDP年增率	YoY %	(2.8)	5.9	2.1		3.7		1.8			1.9				0.9	
物價	消費者物價指數	YoY %	1.2	4.7	8.0	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4
	核心消費者物價指數	YoY %	1.7	3.6	6.2	6.4	6.5	6.2	6.0	5.9	5.9	6.3	6.6	6.3	6.0	5.7	5.6
	PCE物價指數	YoY %	1.1	4.0	6.2	6.4	6.8	6.4	6.5	7.0	6.4	6.3	6.3	6.1	5.5	5.0	
	核心PCE指數	YoY %	1.3	3.5	5.0	5.4	5.4	5.0	4.9	5.0	4.7	4.9	5.2	5.1	4.7	4.4	
勞動市場	勞動參與率	%	61.5	62.0	62.3	62.2	62.4	62.2	62.3	62.2	62.1	62.3	62.2	62.2	62.3	62.4	
	失業率	%	8.1	5.4	3.6	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4
	非農業就業增加數	千	(9,289)	7,267	4,814	904	414	254	364	370	568	352	350	324	290	260	517
	勞動力就業淨變動	千	(8,873)	6,120	3,163	468	738	(346)	317	(242)	215	422	156	(257)	(66)	717	894
	Challenger企業宣告裁員人數	YoY %	15.8	(1.2)	(1.7)	(56)	(30)	6	(16)	59	36	30	68	48	417	129	440
	職缺求供比	倍	1.07	1.55	1.74	1.66	1.78	1.79	1.74	1.71	1.79	1.62	1.75	1.72	1.73	1.79	
	平均時薪	YoY %	5.5	5.0	4.8	5.3	5.9	5.8	5.5	5.4	5.4	5.1	4.9	5.0	4.8	4.4	
經濟活動&企業狀況	工業生產	YoY %	(7.0)	4.9	3.8	6.9	4.8	5.3	4.4	3.8	3.6	3.5	4.7	3.2	2.0	1.2	0.8
	耐久財訂單	YoY %	(4.5)	15.6	10.5	10.3	9.8	10.1	12.2	11.9	9.1	11.3	11.5	10.5	6.3	11.0	
	核心資本財訂單	YoY %	(7.8)	12.4	8.3	11.5	10.6	6.4	11.2	9.4	7.3	9.8	8.0	6.4	5.1	3.2	
	整體存銷比	倍	1.44	1.28	1.31	1.27	1.28	1.29	1.30	1.30	1.32	1.33	1.33	1.33	1.35	1.37	
	製造業存銷比	倍	1.61	1.51	1.47	1.48	1.47	1.47	1.46	1.46	1.47	1.46	1.45	1.46	1.47	1.49	
	零售業存銷比	倍	1.34	1.13	1.21	1.15	1.18	1.18	1.20	1.21	1.23	1.24	1.24	1.22	1.24	1.26	
	ISM製造業採購經理人指數	點	52.4	60.7	53.5	58.4	57.0	55.9	56.1	53.1	52.7	52.9	51.0	50.0	49.0	48.4	47.4
	ISM非製造業採購經理人指數	點	54.3	62.4	56.1	57.2	58.4	57.5	56.4	56.0	56.4	56.1	55.9	54.5	55.5	49.2	55.2
	ISM新訂單指數	點	53.9	64.3	51.6	61.2	54.3	53.8	54.9	50.0	48.6	50.4	47.3	48.2	46.8	45.1	42.5
	Fed芝加哥分行全國經濟活動指數	點	(0.47)	0.38	0.02	0.54	0.22	0.17	(0.27)	(0.33)	0.27	0.15	0.04	(0.01)	(0.56)	(0.46)	0.23
	美國經濟諮詢委員會領先指標	YoY %	(4.6)	6.6	0.8	7.0	6.0	4.4	2.8	1.3	(0.3)	(1.1)	(1.6)	(3.2)	(4.6)	(6.1)	(5.9)
	銀行貸款調查：對大型企業標準趨嚴	%	37.6	(15.1)	11.8			(1.5)			24.2			39.1			44.8
銀行貸款調查：大型企業需求增強	%	(15.5)	(1.2)	12.4			12.3			24.2			(8.8)			(31.3)	
房市	建築許可	千, saar	1,476	1,737	1,649	1,857	1,879	1,823	1,695	1,696	1,685	1,542	1,564	1,512	1,351	1,337	1,339
	新屋開工	千, saar	1,395	1,605	1,556	1,777	1,716	1,805	1,562	1,575	1,377	1,508	1,465	1,426	1,419	1,371	1,309
	新屋銷售	千, saar	831	769	642	790	707	619	636	571	543	646	550	598	602	616	
	成屋銷售	百萬, saar	5.6	6.1	5.1	5.9	5.7	5.6	5.4	5.1	4.9	4.8	4.7	4.4	4.1	4.0	4.0
	標普/斯庫勒綜合20城市房價指數	YoY %	10.2	18.5		20.3	21.2	21.2	20.5	18.6	16.0	13.1	10.4	8.7	6.8		
消費	個人支出	年比%, sa	(3.0)	8.3	2.8	6.7	2.3	2.4	2.6	2.1	2.2	2.3	2.1	1.8	1.7	2.2	
	零售銷售	YoY %	0.6	19.8	9.2	17.7	7.1	7.8	8.7	8.8	10.0	9.7	8.4	8.0	5.9	5.9	6.4
	零售銷售扣除汽車	YoY %	1.3	19.1	10.7	17.7	9.5	10.5	12.0	11.0	12.1	10.3	9.1	8.6	7.0	7.1	7.3
	國內汽車銷售	百萬, sa	173.0	179.2	164.8	14.1	13.3	14.3	12.7	13.0	13.4	13.2	13.5	14.9	14.1	13.3	15.7
	美國經濟諮詢委員會消費者信心指數	點	101.0	112.7	104.5	105.7	107.6	108.6	103.2	98.4	95.3	103.6	107.8	102.2	101.4	109.0	107.1
	密西根大學消費者信心指數	點	81.5	77.6	59.0	62.8	59.4	65.2	58.4	50.0	51.5	58.2	58.6	59.9	56.8	59.7	64.9
財政	財政餘額	佔GDP%	(15.6)	(10.8)	(5.5)	(9.2)	(7.2)	(4.9)	(4.7)	(4.3)	(3.2)	(3.7)	(5.4)	(4.3)	(5.3)	(5.5)	(6.0)
	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	1,321	145.0	23.7	87.6	155.3	121.8	21.3	198.3	117.7	67.8	171.5	152.8	
貨幣與金融	聯邦資金利率	%	0.25	0.25	4.50	0.25	0.50	0.50	1.00	1.75	2.50	2.50	3.25	3.25	4.00	4.50	4.50
	10年期公債殖利率	%	0.91	1.51	3.87	1.83	2.34	2.93	2.84	3.01	2.65	3.19	3.83	4.05	3.61	3.87	3.51
	美元指數	點	89.9	95.7	103.5	96.7	98.3	103.0	101.8	104.7	105.9	108.7	112.1	111.5	106.0	103.5	102.1

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	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22	Nov-22	Dec-22	Jan-23	
GDP	GDP年增率	YoY %	3.4	6.5	2.5		3.9		3.0			3.6			(0.4)		
物價	消費者物價指數	YoY %	(0.2)	2.0	3.0	2.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.4	2.7	2.8	2.7	2.4	2.7	3.0
	核心消費者物價指數	YoY %	0.7	1.8	2.7	1.6	2.5	2.5	2.6	2.8	2.7	2.7	2.8	3.0	2.9	2.7	3.0
勞動市場	失業率	%	3.7	3.7	3.6	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	
經濟活動	工業生產	YoY %	7.1	13.4	0.9	9.5	2.9	6.4	4.2	0.7	1.8	3.1	(4.6)	(4.3)	(5.5)	(8.0)	(20.5)
	Markit台灣製造業PMI	點		58.5	47.7	54.3	54.1	51.7	50.0	49.8	44.6	42.7	42.2	41.5	41.6	44.6	44.3
	景氣對策燈號					黃紅	綠	綠	綠	綠	綠	綠	黃藍	黃藍	藍	藍	
	景氣綜合判斷分數	點	24.3	39.0	24.2	34.0	31.0	28.0	28.0	27.0	24.0	23.0	17.0	18.0	12.0	12.0	
	景氣領先指標	YoY %	(0.5)	4.1	(3.7)	5.5	5.2	4.7	4.0	2.9	1.5	0.1	(1.3)	(2.4)	(3.1)	(3.5)	
消費	零售銷售	YoY %	0.2	3.3	7.4	0.2	5.5	4.7	3.6	22.5	18.1	12.0	7.8	2.1	1.8	9.4	4.2
	出口	十億美元	345.2	446.6	479.7	37.5	43.5	41.5	42.1	42.2	43.3	40.3	37.5	39.9	36.1	35.8	31.5
外貿	進口	十億美元	285.8	381.3	428.1	31.6	38.9	36.6	39.7	37.6	38.3	37.4	32.5	37.0	32.7	31.0	29.2
	貿易收支	十億美元	59.4	65.3	51.6	5.8	4.7	4.9	2.4	4.6	5.0	3.0	5.0	3.0	3.4	4.8	2.3
	出口成長率	YoY %	4.9	29.4	7.4	34.8	21.3	18.8	12.4	15.2	13.9	1.9	(5.3)	(0.5)	(13.1)	(12.1)	(21.2)
	進口成長率	YoY %	0.1	33.4	12.3	35.2	19.4	26.7	26.6	19.1	19.1	3.4	(2.6)	8.2	(9.2)	(11.4)	(16.6)
	外銷訂單	十億美元	533.7	674.1	666.8	51.6	62.7	51.9	55.4	58.8	54.3	54.6	60.9	55.4	50.1	52.2	48
	外銷訂單成長率	YoY %	10.1	26.3	(1.1)	21.1	16.8	(5.5)	6.0	9.5	(1.9)	2.0	(3.1)	(6.3)	(23.5)	(23.2)	(19.3)
貨幣與金融	M1B貨幣供給	YoY %	16.2	12.8	4.1	11.1	10.9	9.8	8.5	8.1	6.7	7.6	6.6	5.2	4.4	4.1	
	M2貨幣供給	YoY %	8.5	8.0	7.1	7.7	8.1	8.1	7.9	7.7	7.0	6.9	6.8	7.3	7.4	7.1	
	外匯存底	十億美元	529.9	548.4	554.9	550.0	548.8	545.1	548.9	549.0	547.8	545.5	541.1	542.8	552.2	554.9	557.1
	重貼現率	%	1.1	1.1	1.8	1.1	1.4	1.4	1.4	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.8	1.8
	新台幣匯率	USD/TWD	28.1	27.7	30.7	28.0	28.6	29.4	29.0	29.7	29.9	30.4	31.8	32.3	30.8	30.7	30.0

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内部研究活動。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倉。