

<本次亮點>

1. 美國高通膨現況從原本聯準會 (Fed) 預期的「暫時性現象」，轉向「延續一段更長時間」，但相信美國 GDP 增長率仍將大幅高於通膨率，故這不僅將難以構成美國經濟墜入「停滯性通膨 (Stagflation)」之要件。
2. 相信隨著時序進入 1Q22 後，通膨的基期將更為墊高，且塞港、供應鏈緊俏等問題也將出現緩解，故相信高通膨將只是暫時性的，美國經濟將會重回 GDP 增長率高於通膨率的經濟不愠不火時期，此時美債殖利率曲線將能看到更為陡峭的斜率。
3. 展望道瓊指數後市，美債殖利率曲線將因通膨前景溫和、經濟景氣向好，而進而形成殖利率曲線斜率趨陡，其中又以金融、保險等類股更能從中受益，故道瓊指數後市預期將顯著受惠。

美國將迎金髮女孩經濟， 金融股將帶道瓊指數走高

今年 3Q21 以來，美國通膨上行壓力已由輸入型通膨開始轉向內生性通膨，這令通膨結構出現了結構性的轉變，也令美國高通膨現況從原本聯準會 (Fed) 預期的「暫時性現象」，轉向「延續一段更長時間」，但相信美國 GDP 增長率仍將大幅高於通膨率，故這不僅將難以構成美國經濟墜入「停滯性通膨 (Stagflation)」之要件，反倒美國經濟還將有望進入「金髮女孩 (Goldilocks)」經濟，這將形成道瓊指數的重大利多。

金髮女孩 (Goldilocks) 經濟，指的是全球經濟在逐漸回暖之際，且通膨率表現穩定，因而使得經濟目前位於相對平衡之處，經濟不會過熱、更是遑論衰退，同時此環境將不易促使各國央行進行升息等緊縮政策，因此在這樣的經濟環境下，也通常相對有利於股票資產表現。

雖然當前美國高通膨現況將持續一段更長時間，但相信隨著時序進入 1Q22 後，通膨的基期將更為墊高，且塞港、供應鏈緊俏等問題也將出現緩解，故相信高通膨將只是暫時性的，美國經濟將會重回金髮女孩經濟，即 GDP 增長率高於通膨率的經濟不愠不火時期，此時美債殖利率曲線將能看到更為陡峭的斜率，因為市場預期美國經濟將走在溫和擴張的軌道上。

展望道瓊指數後市，在金髮女孩經濟時期，美債殖利率曲線斜率將維持陡峭，即 10 年期美債殖利率將大幅高於短天期利率如 3 個月期美債殖利率、2 年期美債殖利率，而在美債殖利率曲線斜率陡峭的環境裡，金融業易於賺取「借短率、貸長率」的利差交易，故金髮女孩經濟時期，相當有利於金融股、保險股等類股的獲利上升，而這二大類股，即是道瓊指數的重要權值股，故道瓊指數的中期趨勢仍是相當看俏。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2021/10/26

總經分析：

一.通膨預期創 8 年新高，但預期 1Q22 回落：

衡量市場通膨預期之指標：10 年期美債平衡通膨率 (10-year breakeven rate) 近期持續攀升，並觸及 8 年新高的 2.69%，寫下 2013 年來的最高水平，主因近期能源價格走高、美國塞港嚴重、美國企業缺工引動薪資上升等多項因素，故使得高通膨估將持續一段更長時間。

所謂的美債平衡通膨率，是根據同天期美債殖利率與抗通膨債券 (TIPS) 殖利率相減後而得之利差，金融市場一般以此衡量市場的通膨預期，因債券具有通膨貼水之特性，故債市交易員對通膨的敏感度，會比其他股市、大宗商品等交易員來得更高。

但值得注意的是，近期 10 年期美債平衡通膨率走勢確實大幅走揚至 2.69%，但卻是低於 5 年期美債平衡通膨率 (5-year breakeven rate)，這暗示著債市交易員雖然認為美國高通膨將持續一段更長時間，但是長期來看，債市交易員亦認為美國通膨率將逐步回落。



藍：10 年期美債平衡通膨率 橘：5 年期美債平衡通膨率 資料來源：tradingview
資料日期：2021/10/26

二.服務業接棒經濟擴張，製造業因供應鏈問題景氣小幅回落：

IHS Markit 最新公布美國 10 月採購經理

<https://www.oanda.com/bvi-ft/>

人指數 (PMI) 初值，受制於供應鏈瓶頸和勞動力短缺，製造業 PMI 回落至 7 個月低點，但美國新冠疫情的趨緩，亦正帶動服務業活動顯著回溫，寫下近 3 個月來最佳表現。

美國 10 月 Markit PMI 細項：

- 製造業 PMI 初值報 59.2，前值為 60.7
- 服務業 PMI 初值報 58.2，前值為 54.9
- 綜合 PMI 初值報 57.3，前值為 55.0
- 製造業產出指數初值報 52.3，前值為 55.7

因隨著疫情趨緩和美國消費旺季來臨，美國 10 月商業活動回溫主要由服務業所帶動，10 月服務業 PMI 自上月的 54.9 升至 58.2，寫下 3 個月新高；但製造業 PMI 則因為供應鏈持續緊俏和企業缺工之緣故，而自上月的 60.7 回落至 59.2，寫下 7 個月新低。

美國新冠病毒新增確診數下滑和消費季到來，二項原因推動了美國服務業進一步復甦，為 4Q21 的美國經濟寫下強勁開局，但製造業方面則出現警訊，即製造商需求雖然仍為強勁，但生產活動仍受供應鏈和勞動力限制所擾，且原料短缺與物流困境持續打壓產能。

此外，在需求回升的情況下，美國服務業與製造業也仍在努力應對勞動力短缺和交貨延遲問題，例如 10 月服務業未完成訂單累積指數升至紀錄新高，顯示即使服務業已擴大招募，仍面臨招聘人力難題。

估值分析：

據 Bloomberg 數據截至 10 月 26 日止，道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 落在 18.93 倍，估值持續低於 19 倍的整數關口，但同期間內，道瓊指數仍寫下了歷史新高。

在強勁的金融股、保險股的財報數據刺激下，如摩根大通 (JPM)、高盛 (GS)、聯合健康 (UNH) 皆繳出亮眼獲利與財測前景，故使得市場分析師紛紛重新上調 2021 年獲利預估數字，進而帶動了道瓊指數寫下歷史新高之際，估值亦並未顯著擴張。

P/E Ratio			
Index	10/26/21	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	23.08	26.06	18.93
S&P 500	30.45	38.25	22.17
NASDAQ 100	35.47	37.62	28.95
Russell 2000	463.96	n.a.	33.09

美股四大指數估值比較圖 資料來源：
Bloomberg 資料日期：2021/10/26

US30 展望：

美國高通膨問題已成當前市場的最大利空，因高通膨率正在廣泛侵蝕企業獲利，導致毛利下滑，且 2022 年美國經濟將遭遇高基期效應下的基期放緩，故高通膨與經濟走低一來一往之間，即形成了「停滯性通膨」的利空隱憂，而這也是當前市場空方的最大論述。

觀察高通膨現況來看，確實供應鏈緊俏、能源價格高漲、美國企業缺工引起薪資上升等問題，都對美國形成了高通膨漩渦，但隨

著美國 4Q21 消費季過去，1Q22 傳統上即是供應鏈淡季，且全球半導體晶片廠的加速擴產，故預期在 1Q22 季底，美國遭遇到的港口塞港、供應鏈緊俏等高通膨因子就將漸漸解除，進而逐步幫助美國的高通膨走低。

相信高通膨現況將只是持續一段比預期還要更長時間，但這不代表美國高通膨將形成永久性現象，故在通膨有望放緩的前景下，相信 2022 年美國經濟將進入「金髮女孩 (Goldilocks)」的經濟週期，美國在 2022 年將脫離當前的景氣復甦循環，並跨入景氣擴張循環，美國 GDP 總規模將於 2022 年再寫歷史新高。

展望道瓊指數後市，在金髮女孩經濟中，美債殖利率曲線將因為通膨前景溫和、經濟景氣向好，而進而形成殖利率曲線斜率趨陡的狀況，這種市況對與實體經濟掛鉤的公司最有獲利助益，其中又以金融、保險等類股更能從殖利率曲線趨陡的環境中受益，而金融、保險類股如如摩根大通 (JPM)、高盛 (GS)、聯合健康 (UNH) 等又是道瓊指數重磅權值股，故道瓊指數後市預期將因金髮女孩經濟而顯著受惠。

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/>

差價合約 (CFDs) 是複雜的金融產品，存在很高的虧損風險。76.8%的零售客戶在進行交易時虧損。您應該考慮是否有能力承受損失的高風險。本網站上的信息本質上屬於一般信息。我們建議您在進行交易前，尋求獨立的財務建議並確保您充分了解所涉及的風險。在您交易之前，請認真查看 oanda.com 的產品披露聲明 (Product Disclosure Statement)(PDS) 以及金融服務指南 (Financial Services Guide) (FSG)。

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。