

<本次亮點>

1. 美國 9 月「季調後」新增非農就業 19.4 萬人，低於前值 36.6 萬人，遠低於市場預期的 50 萬人，創今年 1 月以來新低，但結構上並不像總量那樣悲觀，因為即使從表現差勁的「季調後」非農數據看，疫後支撐美國就業復甦的最大力量服務業，也仍然高度復甦當中。
2. 相信就業市場的態勢不是當前美國股市的最大憂慮，高通膨可能要比聯準會 (Fed) 預期的還要持續更長一段時間，這才是美國股市內的最大隱患，故美股企業的毛利率正遭遇巨大挑戰，因 1. 能源價格、2. 貨櫃運價、3. 人力成本、4. 供應鏈緊俏等四方面的通膨衝擊極大。
3. 展望道瓊指數後市，雖然道瓊指數將要面臨上述四大通膨壓力，但由於道瓊指數成份股並未全面受到 1. 能源價格、2. 貨櫃運價、3. 人力成本、4. 供應鏈緊俏等四大通膨壓力衝擊，故預期道瓊指數面對的通膨壓力最小、企業基本面韌性也最強。

問題不是非農而是通膨！ 但道瓊成份股衝擊小、韌性強

美國勞工部公布 9 月非農報告，新增非農就業報 19.4 萬人，遠低於市場預期的 50.0 萬人，但數據落地後，道瓊指數反應溫和，原因即是因為美國勞工部公布之非農數據為「季節性調整 (Seasonal

Adjustment)，實際上 9 月未經季調的新增非農數據是高達 65.4 萬人，其中民間部門就業更是強勁，顯示美國經濟復甦腳步仍然未變。

美國 9 月「季調後」新增非農就業 19.4 萬人，低於前值 36.6 萬人，遠低於市場預期的 50 萬人，創今年 1 月以來新低，但結構上並不像總量那樣悲觀，因為即使從表現差勁的「季調後」非農數據看，疫後支撐美國就業復甦的最大力量服務業，也仍然高度復甦當中，這彰顯了美國 GDP 結構中最重要的民間消費，並未出現大幅的放緩趨勢。

但相信就業市場的態勢不是當前美國股市的最大憂慮，高通膨可能要比聯準會 (Fed) 預期的還要持續更長一段時間，這才是美國股市內的最大隱患。

美股企業的毛利率正遭遇巨大挑戰，主要來自 1. 能源價格、2. 貨櫃運價、3. 人力成本、4. 供應鏈緊俏等四方面的通膨衝擊極大，而過去幾季美股企業、尤其是製造業，可以透過對終端產品漲價來維持毛利率，但隨著進入 2022 年美國經濟將持續自然放緩，製造業終端客戶需求也見下滑，故透過對產品漲價來轉嫁通膨壓力的渠道已漸漸失效。

展望道瓊指數後市，雖然道瓊指數將要面臨上述四大通膨壓力，但由於道瓊指數的編制結構為「價格加權」，而當前道瓊前五大高價股為聯合健康 (UNH)、高盛 (GS)、家得寶 (HD)、微軟 (MSFT)、Salesforce (CRM)，其中只有家得寶遭遇到嚴重的四大通膨壓力，但其餘四大權值股遭遇的通膨壓力相對小很多。

因聯合健康為保險股、高盛為金融股、微軟

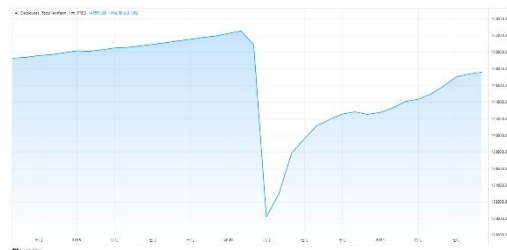
與 Salesforce 為軟體股，主要壓力在於人力成本走揚，並未全面受到上述四大通膨襲擊，故預期在美股四大指數：道瓊、S&P 500、那斯達克、費城半導體中，道瓊指數面對的通膨壓力最小、企業基本面韌性也最強，故看好道瓊指數短期內表現有望優於其他三大指數。

但受到其他三大指數的下跌壓力拖累，估計道瓊指數短期內要再上攻也相當困難，估道瓊指數將在 33000-34000 點附近盤整，但會優於其他三大指數的下跌幅度。



道瓊指數走勢圖 資料來源：tradingview
資料日期：2021/10/13

- 新增非農就業報 19.4 萬人，預期 50.0 萬人，前值自 23.5 萬人上修至 36.6 萬人。
- 失業率報 4.8%，預期 5.0%，前值 5.2%。
- 平均每週工時報 34.8 小時，預期 34.7 小時，前值 34.7 小時。
- 平均每小時薪資年增率報 4.6%，預期 4.6%，前值 4.3%。
- 平均每小時薪資月增率報 0.6%，預期 0.4%，前值 0.6%。
- 勞動參與率報 61.6%，前值 61.7%。



美國總非農就業人數 資料來源：
tradingview 資料日期：2021/10/8

總經分析：

一. 美國 9 月非農表現不如表面上差勁：

美國勞工部 10 月 8 日公布 9 月「季調後」非農就業數據，意外遠低市場預期的 50 萬人，僅新增 19.4 萬人，增幅創今年以來最低；另外，9 月失業率則顯著下滑至 4.8%，優於市場預期的 5.0%。

美國 9 月季調後非農報告表現差勁，但主要是受到聯邦政府債務上限問題，造成政府雇用大減所拖累，季調後的民間部門總就業報大增 31.7 萬人，表現可圈可點。

美國 9 月非農就業報告細項：

具體細拆美國 9 月各產業就業狀況來看，美國總民間部門新增就業報 31.7 萬人，其中服務業新增就業 26.5 萬人，先前復甦乏力的批發業、零售業、休閒和酒店服務業就業本月均回暖。

服務業就業中，批發業、零售業新增非農就業均由負轉正，分別增長 1.69 萬人、5.61 萬人，休閒和酒店服務業新增非農就業 7.4 萬人，大幅高於前值 3.8 萬人。

而政府部門僱用在 9 月因債務上限問題大減 12.3 萬人，遠遠差於前值的新增 3.4 萬人，故使得美國 9 月季調後新增非農僅報 19.4 萬人。

以上述「季調後」非農數據觀察，顯見美國勞動力市場的復甦態勢仍是相當穩定，再

加上「未季調」9月非農數據更是新增高達65.4萬人，亦證明了美國勞工正在穩定重返勞動力市場。

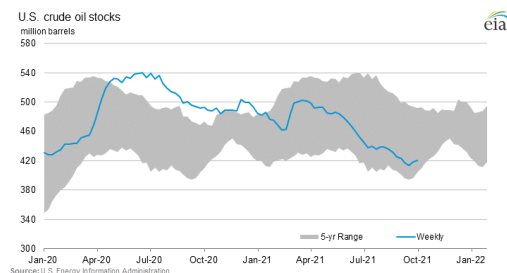
二.通膨壓力驟升，能源問題最嚴重：

近期以來全球能源價格的飛漲，並非如2021上半年原油價格的觸底反彈，當前能源困局乃是出於全球天然氣庫存告急，因歐洲、美國為代表的原油、天然氣庫存均處於歷史同期低位。

本輪元由、天然氣的供給困局，主要源於自2015年來全球能源價格重挫，使得能源商對於資本支出 (CAPEX) 的態度早已轉向保守，故2015年後全球能源商資本支出規模未見增長，甚至2020年新冠疫情更令能源商大減資本支出，故原油、天然氣等能源商品在供給面上本就承壓。

而2021年全球出現疫後的經濟復甦，直接大幅拉動了能源需求劇烈增長，再加上疊加今年全球極端氣候頻發，故歷史因素與今年的疫後復甦導致供需錯配，成為本輪能源困局的根本導火線。

據美國能源資訊管理局 (EIA) 最新數據顯示，美國原油總存量 (不含戰備儲油) 已低至4.2億桶，直逼5年庫存均值的最低水準，顯示當前在OPEC+不願擴大增產的壓力下，油價估將仍會居高在每桶75美元難以下跌，而高油價也正在向美國經濟傳遞通膨。



EIA 原油庫存 資料來源：EIA 資料日期：2021/10/6

估值分析：

據 Bloomberg 數據截至10月13日止，道瓊指數未來12個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 進一步降至18.88倍，估值收斂速度出現放緩。

由於美國股市已進入財報季，故市場正在靜待財報季給出的下季財測，才有基礎能夠進一步上下或下修每股盈餘 (EPS) 預估，使得估值持續維持平盤、未見顯著變化。

| P/E Ratio | | | |
|--------------|----------|----------|-----------------|
| Index | 10/13/21 | Year ago | Forward 12 mons |
| Dow Jones | 23.35 | 28.02 | 18.88 |
| S&P 500 | 30.72 | 37.86 | 21.52 |
| NASDAQ 100 | 34.47 | 36.45 | 27.98 |
| Russell 2000 | 368.74 | n.a. | 32.63 |

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2021/10/13

US30 展望：

美國9月「季調後」非農表現不振，引動市場經濟學家憂慮美國勞動力市場復甦腳步

放緩，但從 9 月「季調後」非農數據細項分析看，事實上民間部門就業是相當強勁，而「未季調」非農數據亦能證明美國勞動力市場的上行趨勢仍未改變，美國經濟確實將面臨去年高基期效應下的自然放緩，但不宜過度看壞。

現仍將由於三大指數。

而環顧當前美國股市最劇烈的宏觀經濟風險，相信不是美國經濟自然放緩，而是高通膨現況估將維持一段更長時間，這意味著高通膨下的能源、人力、供應鏈等成本大幅走升，將更長時間侵蝕企業獲利。

過去美國企業可以倚靠對終端產品漲價，進而轉嫁相關的通膨成本，但當前這樣的渠道已經漸漸失效，證據可從 3Q21、4Q21 半導體、DRAM、SSD 等電子零組件價格漲幅收斂、甚至跌價等現況可以看出，在需求放緩的壓力下，部分製造業已難以透過漲價渠道轉嫁成本，而這將對製造業、電子業等首當其衝，但道瓊指數成份股內較少此類股票，故估計衝擊不會比那斯達克、費城半導體等指數嚴重。

展望道瓊指數後市，在美國勞動力市場復甦腳步未變的前景下，相信聯準會將會如期在 11 月推出縮減 QE 購債 (Taper)，而 Taper 將有助於美債殖利率進一步上行，故對金融股為大宗成份股的道瓊指數來說，將是一大助益，且道瓊指數成份股並未全面受到 1. 能源價格、2. 貨櫃運價、3. 人力成本、4. 供應鏈緊俏等四大通膨壓力衝擊，故預期道瓊指數面對的通膨壓力最小、企業基本面韌性也最強。

但值得注意的是，由於其他三大指數仍將面對到沉重的通膨壓力，故在其他三大指數具有下跌壓力的拖累下，估計道瓊指數短期內要再上攻也相當困難，但預期道瓊指數將在 33000-34000 點附近盤整，若其他三大指數出現下跌，相信道瓊指數表

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。