

<本次亮點>

1. 受高通膨壓力所苦，美國經濟正持續放緩，美國經濟分析局公布 4Q21 實質 GDP 季增年率 (SAAR) 報 6.9%，是低於市場預期的 7.0%，在整體經濟走弱的趨勢裡，美國企業 2Q22 財測亦將難以見到上修獲利預期的正向驚喜 (Positive surprise)。
2. 最新 4Q21 美國 GDP 數據觀察，GDP 增長主要貢獻高達 70% 是存貨大增所拉動，這顯示了美國企業普遍的庫存水位極高，且消費動能已經受到高通膨所侵蝕而顯著放緩，而在此趨勢下，相信美國企業已於 1Q22 內進入「主動去庫存」循環，此循環中企業的營收增速、獲利增速，皆可能出現承壓。
3. 展望道瓊指數後市，由於道瓊成份股與美國經濟高度掛鉤，但在高通膨、經濟放緩的雙向壓力下，如蘋果 (AAPL)、Home Depot (HD)、HoneyWell (HON)、3M (MMM)、P&G (PG) 等可能都將面臨不小的去庫存壓力，故短線上道瓊在缺少財測上修的催化劑之下，估將難以構成太多的上檔空間。

庫存壓力陡升，道瓊難出現財測擊敗預期之催化劑

受到高通膨壓力所苦，美國經濟正持續放緩，美國經濟分析局 (BEA) 公布 4Q21 實質 GDP 季增年率 (SAAR) 報 6.9%，是低於市場預期的 7.0%，雖然美國經濟放緩的前景是已知資訊，相信已受到不小的市場

訂價，但在整體經濟走弱的趨勢裡，美國企業 2Q22 財測亦將難以見到上修獲利預期的正向驚喜 (Positive surprise)，這可能對將進入財報季的道瓊指數，難以構成太多的上檔空間。

傳統上美股企業喜歡使用 Guild Low Beat High 的拉升股價策略，舉例來說，美股企業會在 1Q22 釋出偏低的 2Q22 財測 (guidance)、隨後再於 2Q22 公布財報時，以實際數據來擊垮財測，而考量到美國經濟的放緩趨勢持續，且道瓊成份股多與實體經濟掛鉤，故美國經濟的疲軟壓力，將可能難以構成道瓊成份股在 2Q22 公布實際財報時擊垮市場預期。

再從最新 4Q21 美國 GDP 數據觀察，雖然 GDP 季增年率僅小幅低於市場預期，但值得注意的是，其中 GDP 增長主要貢獻高達 70% 是存貨大增所拉動，這顯示了美國企業普遍的庫存水位極高，且消費動能已經受到高通膨所侵蝕而顯著放緩，而在此趨勢下，相信美國企業已於 1Q22 內進入「主動去庫存」循環，此循環中企業的營收增速、獲利增速，皆可能出現承壓。

展望道瓊指數後市，道瓊指數今年以來相對 Nasdaq 100 表現更為強勁，主要原因來自於能源股的強勢上漲所帶動，但在高油價帶動通膨居高不下、經濟需求放緩的現況裡，其他個股如蘋果 (AAPL)、Home Depot (HD)、HoneyWell (HON)、3M (MMM)、P&G (PG) 等，可能都將面臨不小的去庫存壓力，2Q22 實際財報數據估計較難出現上修的正向驚喜，且考量道瓊指數當前估值水位不低，故短期內可能並不存在大幅的上檔空間。



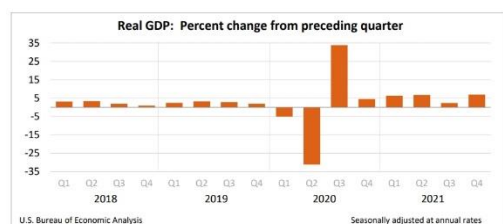
道瓊指數日線走勢圖 資料來源：
Tradingview 資料日期：2022/3/30

總經分析：

一.美國 Q4 GDP 低於市場預期，企業將進主動去庫存循環：

美國經濟分析局於 3 月 30 日公佈最新 4Q21 實質 GDP 終值顯示，美國實質 GDP 季增年率報 6.9%，低於市場預期與前值的 7%，且拉升 GDP 最大動能，是來自於庫存的大幅增加所推動。

經濟分析局並於 Q4 GDP 報告中說明指出，Q4 GDP 對比前值出現下修，主要是反映了消費者支出和出口的向下修正，而進口則是上修，故在計算上降低了 Q4 GDP 的成長率。



美國實質 GDP 季增年率走勢圖 資料來源：BEA 資料日期：2022/3/30

4Q21 美國實質 GDP 細項顯示，上季 GDP 增長主要是由於庫存大幅增加所推動，考慮到前幾個季度庫存的枯竭，這可能是美國企業有意增加庫存，而 4Q21 消費者支出增長亦是放緩，故一來一往之間，美國企業估計已於 1Q22 進入主動去

庫存循環，以緩解沉重的庫存壓力。

從 4Q21 的 GDP 數據觀察，未來將於 4 月 28 日公布的美國 1Q22 GDP 初值將可能出現大幅下降，而隨著經濟需求走軟，預計今年道瓊指數的每股盈餘 (EPS) 增長亦將放緩，但仍將會落在正成長區間。

以投資銀行高盛 (Goldman Sachs) 與富國銀行 (Wells Fargo) 預測，2022 年美國實質 GDP 季增年率將達 3.0%，而美股企業獲利增長則約 8%。

二.油價高漲，美國通膨預期仍是居高不下：

雖然烏俄戰事已過了最緊張階段，但西方國家對俄羅斯祭出的原油進口制裁，相信仍將在戰事結束後存在，再加上當前 OPEC+ 持續不願增產原油，故支撐國際油價仍是在每桶 100 美元以上水平交易，而高油價難解的困境，也持續帶動美債通膨預期居高不下。

華爾街常作為衡量美國通膨預期的 5 年期美債平衡通膨率 (5-Year, 5-Year Forward Inflation Expectation Rate) 當前仍在高檔區間的 2.30% 附近移動，這是創下自 2014 年 11 月以來的高檔水平，顯示即使聯準會 (Fed) 已於 3 月會議升息一碼嘗試打擊通膨預期，但仍是尚未見到通膨預期的放緩跡象。



5 年期美債平衡通膨率走勢圖 資料來源：
Tradingview 資料日期：2022/3/30

當前美國通膨預期居高不下，主要是受到三股力量影響：

1. 油價和糧價勁揚，且俄烏戰爭更使情況惡化、
2. 普遍性缺工、
3. 中國新冠疫情再起，使供應鏈再度出現緊俏危機。

而上述三股力量導致通膨預期居高不下，這可能進一步推高實際的消費者物價指數 (CPI) 通膨率，且如果通膨較長時間維持高檔，那麼美國企業紛紛調漲價格，這將導致高通膨預期嵌入經濟，而聯準會在如此困境下，只能出手加速升息、以抑制通膨預期失控。

估值分析：

道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 落在 18.14 倍，當前估值似乎趨向合理，因為在高通膨、經濟放緩的壓力下，道瓊成份股在即將來到的 1Q22 財報季中釋出的 2Q22 財測，可能無法擊垮市場預期。

且考量到道瓊指數權值股與美國經濟掛鉤程度極高，故在當前聯準會加速升息、且高油價壓力難解的前景下，道瓊指數成份股可能難有更多的估值擴張空間。

P/E Ratio			
Index	3/30/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	19.56	33.48	18.14
S&P 500	24.78	44.66	19.85
NASDAQ 100	33.35	37.55	25.75

Russell 2000	65.42	n.a.	23.43
--------------	-------	------	-------

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2022/3/30

US 30 展望：

今年美國經濟放緩趨勢確立，除了因為去年的高基期效應之外，最嚴重的即是通膨壓力，且當前通膨壓力不僅開始拉升企業成本、侵蝕企業毛利，實體經濟需求也開始表現疲軟，這將對企業營收構成放緩壓力。

由於美股企業管理層在公司治理上，普遍使用「市值管理法 (Market Value Management)」，市值管理法的最重要意義，即是追求公司市值最大化，來為股東創造價值，故美股公司在此一框架下，經常使用 Guild Low Beat High 股價刺激策略，實際做法上，公司會在財測上給予一個較低財測，並於下一季度以實際財報數據來擊敗預期之策略，進而拉升股價。

但今年來通膨壓力沉重，美國經濟持續放緩，且 4Q21 的 GDP 數據亦表明，當前美國企業的庫存水位已是相當驚人，且考量到經濟需求在高通膨下已開始收斂，美股企業的訂單也將開始同步放緩，美股企業的基本面前景，很可能正進入庫存循環裡的「主動去庫存」，此循環中企業的營收增速、獲利增速，皆可能出現承壓。

展望道瓊指數後市，由於道瓊成份股與美國經濟高度掛鉤，但在高通膨、經濟放緩的雙向壓力下，如蘋果 (AAPL)、Home Depot (HD)、HoneyWell (HON)、3M (MMM)、P&G (PG) 等可能都將面臨不小的去庫存壓力，這將導致 2Q22 財測的營收和每股盈餘 (EPS) 可能難以上修來擊敗預期，且考量道瓊指數當前估值水準已不

低，故短線上道瓊在缺少財測上修的催化劑之下，估將難以構成太多的上檔空間。

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/>

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。