

<本次亮點>

1. 今年來美股表現平平，雖然道瓊指數相對 Nasdaq 100 科技龍頭來說相對有撐，但這主要是歸因於原物料、能源、工業等類股在 1Q22 給予了道瓊指數強勁支撐，但展望下半年美國經濟放緩趨勢明確，再加上道瓊指數並未下跌太多、使得估值相對 Nasdaq 100 指數來說位階更高。
2. 美國勞工部公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 報告表現不錯，暗示美國高通膨率已於 3 月觸頂、並將於 4 月開始逐月下，但通膨至 2022 年底仍可能落在 4-5% 的高通膨區間，而通膨觸頂也意味著過去支撐道瓊指數估值不墜的油價、原物料價格將難以上攻。
3. 展望道瓊指數後市，考量到道瓊指數與實體經濟高度掛鉤，而當前美國經濟又將出現放緩，這估將顯著影響到道瓊指數成份股的每股盈餘 (EPS) 表現，而道瓊本益比估值相對其他指數撐在高檔，這將導致未來反彈空間可能受限，故預期道瓊指數將可能於 2Q22 跑輸 Nasdaq 100。

美國經濟放緩不可逆，道瓊估將在反彈環境跑輸 Nas 100

今年來美股表現平平，雖然道瓊指數相對 Nasdaq 100 科技龍頭來說相對有撐，但這主要是歸因於原物料、能源、工業等類股在 1Q22 給予了道瓊指數強勁支撐，但展望下半年美國經濟放緩趨勢明確，再加上

道瓊指數並未下跌太多、使得估值相對 Nasdaq 100 指數來說位階更高，道瓊指數高機率將在 2Q22 內跑輸 Nasdaq 100 科技股。

美國經濟放緩態勢明確，除了 ISM 製造業 PMI 新訂單指數開始走低以外，象徵實體經濟動能的道瓊運輸指數，近期亦是大幅挫跌 13.5%，除了因為油價進入每桶 100-110 美元的高油價區間以外，另一方面也是由於 2021 下半年以來的持續性高通膨壓力，正嚴重侵蝕到實體經濟的需求動能，如蘋果就已傳出將開始削減 2Q22 的 iPhone SE 產能 20%。

雖然美國勞工部公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 報告表現不錯，暗示美國高通膨率已於 3 月觸頂、並將於 4 月開始逐月下，但通膨至 2022 年底仍可能落在 4-5% 的高通膨區間，而通膨觸頂也意味著過去支撐道瓊指數估值不墜的油價、原物料價格將難以上攻，若未來油價、原物料價格反轉，這就將對道瓊指數構成估值壓力。

展望道瓊指數後市，考量到道瓊指數與實體經濟高度掛鉤，而當前美國經濟又將出現放緩，這估將顯著影響到道瓊指數成份股的每股盈餘 (EPS) 表現，再加上本輪美股修正道瓊指數並未下跌太多，使得本益比估值相對其他指數撐在高檔，這將導致未來的反彈空間可能也將受限，故展望 2Q22 來看，道瓊指數將可能跑輸 Nasdaq 100。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：

Tradingview 資料日期：2022/4/13

總經分析：

一.美國通膨出現觸頂跡象，但至年底仍估維持 4-5% 高通膨水準

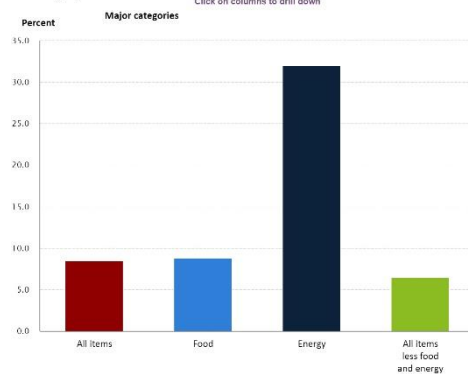
美國勞工部 4 月 12 日公布 3 月消費者物價指數 (CPI) 再度大幅上升，年增率高達 8.5%，創下 40 多年來最大增幅，主要是受能源及食品價格勁揚所致，但扣除能源、食品價格後的核心 CPI 年增率、月增率，皆已稍趨溫和，顯示美國通膨率將高度可能於 3 月觸頂。

雖然美國通膨率可能觸頂，但展望 2022 年看，至年底美國通膨將可能持續落在 4-5% 的高水平，這不僅比聯準會設定的 2% 通膨目標更高，也仍然是創下 2008 年以來新高，故美國經濟估將無可避免地繼續承擔「消費收縮、需求下滑」的經濟放緩趨勢。

美國 3 月 CPI 報告細項：

- 美國 3 月 CPI 年增率報 8.5%，市場預期為 8.4%
- 美國 3 月核心 CPI 年增率報 6.5%，市場預期為 6.6%
- 美國 3 月 CPI 月增率報 1.2%，市場預期為 1.2%
- 美國 3 月核心 CPI 月增率報 0.3%，市場預期為 0.5%

12-month percentage change, Consumer Price Index, selected categories, March 2022, not seasonally adjusted



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

美國 3 月 CPI 各項數據表現 資料來源：U.S. BUREAU OF LABOR STATISTICS 資料日期：2022/4/12

而雖然相信 3 月 CPI 數據將暗示美國通膨已經觸頂，且油價也在各國釋放戰備儲油的壓力下，預計難以回到每桶 110 美元上方，但考量到中國沿海各省因新一波新冠疫情已經啟動封城，全球供應鏈再度出現噪音，故預計美國通膨率仍無法快速跌回 2% 區間。

美國通膨壓力仍重，市場預期，聯準會將於 5 月、6 月的二場利率會議時一舉升息 2 碼，以打擊通膨預期，並期待在通膨預期降低之後，通膨預期能夠進一步引導實際 CPI 通膨率走低，形成正向的通膨反饋。

二.道瓊運輸指數暴跌，暗示通膨已開始抑制需求：

除了美債殖利率曲線倒掛之外，美國經濟放緩的另一訊號也已亮起紅燈，傳統被視為美國經濟增長指標的道瓊運輸指數已於 4 月 6 日跌入熊市，暗示美國高通膨率已經嚴重侵蝕美國經濟的消費需求。

道瓊運輸指數 (DJT) 追蹤約 20 檔飛機、鐵路和卡車類股，交易員用來評估整體經濟體質的狀況，原因是當飛機、鐵路和卡車工作繁忙，代表經濟蓬勃發展，反之，若

相關類股表現低迷，通常預告美國經濟前景將放緩。



道瓊運輸指數日線走勢圖 資料來源：
Tradingview 資料日期：2022/4/13

道瓊運輸指數表現悲觀，通膨風險是主要理由，再加上聯準會想抑制物價、壓低通膨，那麼聯準會就將持續升息直到通膨降溫為止，故聯準會要達成目標的方式，也是需要設法減緩需求。

綜合來看，無論是高通膨衝擊、抑或是聯準會的加速緊縮，這都將令美國消費力道持續放緩，而消費佔據美國 GDP 結構近 70%，故在消費走疲的影響下，相信美國經濟放緩已成不可逆之趨勢。

估值分析：

道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 落在 18.07 倍，當前估值水準僅約落在合理區間、並非過度便宜，且在高通膨、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。

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，道瓊指數估值對比其他指數而言，風險報酬比較為缺乏吸引力。

P/E Ratio

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

Index	4/13/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	19.21	34.21	18.07
S&P 500	24.91	46.92	19.97
NASDAQ 100	32.71	39.98	25.62
Russell 2000	63.96	n.a.	23.01

美股四大指數估值比較圖 資料來源：
Bloomberg 資料日期：2022/4/13

道瓊後市：

美國通膨預計已於 3 月觸頂，但由於觸頂初期時通膨率仍將落在 7-8% 區間，故此通膨水準仍將迫使聯準會需要加速升息，預計聯準會 5 月會議將升息二碼、6 月會議亦估將升息二碼，且縮表還可能最早於 5 月會議宣布，顯示美國經濟在 2Q22 內將開始高升息、高通膨的雙向壓力。

目前美國消費力道縮減、經濟放緩的跡象已開始在各產業間顯現，例如市場已傳出，道瓊成份股的蘋果 (AAPL) 已預計將於 2Q22 下調 iPhone SE 系列產量約 20%，削減的數量約落在 200- 300 萬部，而蘋果的減產主要即是因為終端需求見到下滑，因消費者正儲備更多的現金以應對高漲的油價、天然氣價、糧食價格。

另外，道瓊另一重要成份股摩根大通 (JPM) 公布 1Q22 財報，數據顯示，1Q22 營收超出市場預期，但獲利年增率卻大幅下降 42%，主因是一般放貸、商業銀行、資產管理等 3 大業務皆大幅放緩，且摩根大通並認為，美國高通膨、供應鏈問題、地緣政治動盪等因素，將持續令美國經濟在未來面臨重大挑戰。

展望道瓊指數後市，美國經濟放緩確立，但今年 GDP 仍估將能維持在 3% 左右的增長水平，並不會跌入衰退，而在此市況下，道瓊指數估值在過去美股修正的環境裡卻並未下跌太多，主因即為能源股、工業等類股給予強勁支撐，估值壓力將導致未來的反彈空間可能也將受限，故展望 2Q22 來看，道瓊指數將可能跑輸 Nasdaq 100。

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。