

## <本次亮點>

1. 美國公布 5 月 ISM 製造業 PMI 表現好壞參半，其中新訂單指數表現強勁，但另一方面，庫存指數、物價指數高漲，供應鏈交貨速率疲軟等，皆暗示美國經濟後市的放緩格局確立，且在新訂單表現亮眼、但物價指數仍在高檔運行的壓力下，本次 PMI 報告也勢將給予聯準會更多理由維持鷹派升息。
2. 聯準公布新一份經濟褐皮書，隨著家庭和企業應對利率上升、俄烏衝突以及新冠疫情的持續干擾，美國部分地區的經濟擴張和物價上漲可能正在放緩，一些地區也報告勞動力市場出現疲軟，美國失業率出現即將上升的前兆。
3. 展望道瓊指數後市，從 ISM 製造業 PMI、聯準會經濟褐皮書二大數據顯現的經濟路徑觀察，美國通膨率的放緩速率仍是太慢，但失業率卻是相當強勁，故失業率的健康提供了聯準會勇於升息打擊需求，以達到降低通膨的目標，而在此過程中，聯準會勢將引導美國經濟進一步放緩，這將不利道瓊指數上攻。

## 聯準會升息壓需求趨勢不變，短期仍不利道瓊上攻

美國公布 5 月 ISM 製造業 PMI 表現好壞參半，其中新訂單指數表現強勁，但另一方面，庫存指數、物價指數高漲，供應鏈交貨速率疲軟等，皆暗示美國經濟後市的放緩格局確立，且在新訂單表現亮眼、但物價

指數仍在高檔運行的壓力下，本次 PMI 報告也勢將給予聯準會 (Fed) 更多理由維持鷹派升息，因新訂單強勁、但物價指數仍高，故短期內這仍不利道瓊指數後市上攻。

聯準會也已公布了新一份的經濟褐皮書，隨著家庭和企業應對利率上升、俄烏衝突以及新冠疫情的持續干擾，美國部分地區的經濟擴張和物價上漲可能正在放緩，一些地區也報告勞動力市場出現疲軟，本次聯準會經濟褐皮書亦確認，美國消費力道正因為通膨高漲而顯現出放緩跡象，且失業率也出現了即將上升的前兆。

聯準會先前 5 月紀要亦顯示，聯準會當前對擊通膨的決心不變，預計 6、7 月利率會議高機率將再次於一場會議內升息二碼 (50bp)，而雖然 6、7 月的升息二碼預期相信市場已經定價，但 9 月的升息定價可能仍不明朗，因不少華爾街投行預計聯準會將於 9 月停止升息，但考慮到當前美國通膨率即使觸頂，通膨下降速率仍是相當緩慢，故 9 月市場很可能仍未預期到升息二碼之前景。

展望道瓊指數後市，從 ISM 製造業 PMI、聯準會經濟褐皮書二大數據顯現的經濟路徑觀察，美國經濟在「高升息、高通膨」的雙重壓力下，放緩趨勢已然是十分明確，而當前問題在於，美國通膨率的放緩速率仍是太慢，但失業率卻是相當強勁，故失業率的健康提供了聯準會勇於升息打擊需求，以達到降低通膨的目標，而在此過程中，聯準會勢將引導美國經濟進一步放緩，這將不利道瓊指數成份股之基本面，也不利道瓊指數短期內上攻。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：  
Tradingview 資料日期：2022/6/1

## 總經分析：

### 一. ISM 5 月製造業 PMI，給予聯準會更多的升息理由：

美國 5 月 ISM 製造業 PMI 報 56.1，大幅高於預期的 54.5，其中主要是受到新訂單指數、庫存指數走強而推升。

Manufacturing at a Glance

INDEX	May Index	Apr Index	% Point Change	Direction	Rate of Change	Trend* (months)
Manufacturing PMI <sup>1</sup>	56.1	55.4	+0.7	Growing	Faster	24
New Orders	55.1	53.5	+1.6	Growing	Faster	24
Production	54.2	53.6	+0.6	Growing	Faster	24
Employment	49.6	50.9	-1.3	Contracting	From Growing	1
Supplier Deliveries	65.7	67.2	-1.5	Slowing	Slower	75
Inventories	55.9	51.6	+4.3	Growing	Faster	10
Customers' Inventories	32.7	37.1	-4.4	Too Low	Faster	68
Prices	82.2	84.6	-2.4	Increasing	Slower	24
Backlog of Orders	58.7	56.0	+2.7	Growing	Faster	23
New Export Orders	52.9	52.7	+0.2	Growing	Faster	23
Imports	48.7	51.4	-2.7	Contracting	From Growing	1
<b>Overall Economy</b>				<b>Growing</b>	<b>Faster</b>	<b>24</b>
<b>Manufacturing Sector</b>				<b>Growing</b>	<b>Faster</b>	<b>24</b>

\*Number of months moving in current direction. Manufacturing ISM Report On Business<sup>1</sup> data has been seasonally adjusted for the New Orders, Production, Employment and Inventories indexes.

ISM 製造業 PMI 分項指數 資料來源：  
ISM 資料日期：2022/6/1

### 5 月 ISM 製造業 PMI 分項指數觀察：

- 5 月新訂單指數報 55.1，高於 4 月的 53.5，訂單趨勢成長加速，顯示美國消費需求仍存在。
- 5 月生產指數報 54.2，高於 4 月的 53.6，生產指數與前月相比，改變不大。

- 5 月僱用指述報 49.6，低於 4 月的 50.9，僱傭指數下滑並跌破 50，反應了雇主的聘僱意願已轉向裁員，這將為之後的失業率走升鋪路。
- 5 月供應鏈交貨指數報 65.7，低於 4 月的 67.2，顯示目前物流狀況仍然糟糕，供應商交貨指數指的是交貨前置作業時間 (Lead time)，而一般而言，當景氣熱絡時，訂單需求增加，廠商交貨前置作業時間將拉長 (亦即交貨速度變慢)；反之，當景氣不佳時交貨時間可能減少 (亦即交貨速度變快)。
- 5 月庫存指數報 55.9，高於 4 月的 51.6，美國製造業的庫存再次走升，主因是製造業的採購經理人們，為了確保公司在物流環境仍充滿挑戰的情況下手上仍有足夠成品。
- 5 月客戶端庫存指數報 32.7，高於 4 月的 37.1，而客戶端庫存過低時，通常可預見未來會進入增加雇用、投資的補庫存情境，但考量到塞港問題持續，目前更可能的狀況是客戶端庫存都卡在海上，無法順利完成交貨。
- 5 月物價指數報 82.2，低於 4 月的 84.6，反應製造業通膨也開始觸頂，但物價下降的速度仍是相當緩慢，這傳導到終端消費者手中時，其實消費者無感。
- 5 月積壓訂單指數報 58.7，高於 4 月的 56.0，積壓訂單增多與新訂單增長同步，顯示消費力道仍存在。
- 5 月新出口訂單指數報 52.9，高於 4 月的 52.7，新出口訂單指數與前月相比，改變不大。

- 5月進口指數報 48.7，高於 5 月的 51.4，反應進口狀況大幅下滑，這部分反應出製造業自身的庫存水平非常高，故也不需要進口那麼多的原物料、半成品庫存。

總結看，美國 5 月 ISM 製造業 PMI 指數報 56.1，大幅優於市場預期的 54.5，其中新訂單指數表現不錯，折射出當前美國消費力道仍是存在，而消費力仍存，這將給予 Fed 更多理由可以打擊需求，且 ISM 物價分項指數仍是非常的高，通膨還是需要加速下降。

而雖然可以預見不遠的 6、7 月，美國製造業將開始出現裁員潮，但裁員幅度相信仍不會太大，故這部分並不構成聯準會停下升息的阻力，甚至，相信聯準會還希望看到更大幅度的裁員，因如此才能壓低需求、進而打擊通膨。

## 二.聯準會褐皮書顯示，部分地區經濟增速放緩

聯準會 6 月 1 日發布名為「經濟褐皮書」的地區經濟報告，報告顯示，12 個聯準會轄區中，大多數地區表示略微或小幅增長，僅有 4 個地區顯示經濟溫和增長。

經濟褐皮書報告指出，利率上升、高通膨率、俄烏衝突以及新冠疫情（尤其是在東北部）造成的供應鏈中斷，這些是影響家庭和商業投資計劃的關鍵問題。

在通膨方面，大多數地區報告強勁或迅猛的價格上漲，尤其是原物料價格，其中有 2 個地區指出，快速猛漲的通膨趨勢仍未見改變，而有 3 個地區觀察到商品或服務的價格上漲有所放緩。

勞動力市場方面，大多數地區報告指出，在所有地區都描述為緊張的勞動力市場中，就業人數溫和或適度增長，有 1 個區明確報告就業增長速度已經放緩，但大多數沿海地區的一些企業，已出現招聘凍結或其他表明勞動力市場緊張已開始緩解的跡象。

然而，勞工短缺繼續迫使許多企業在產能不足的情況下運營，多數地區報告強勁的薪資增長，而大多數其他地區則報告薪資溫和增長；僅有小部分地區的薪資增長正在趨於平穩，或逐漸下降。

## 估值分析：

道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward P/E Ratio) 落在 17.13 倍，估值再次出現下降，可能令投資人出現估值便宜的錯覺，因當前的道瓊指數估值，可能失真。

考量到當前美國經濟放緩趨勢明確，且還將進入更高利率、通膨難降的第三季，故道瓊成份股的 3Q22 財測，將有可能出現獲利下修潮，而每股盈餘的下修，可能反向令估值拉升，故當前的估值便宜是因為並未定價到第三季的獲利下修。

Index	P/E Ratio		
	6/1/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	17.13	29.52	18.66
S&P 500	21.09	37.24	17.63
NASDAQ 100	25.43	36.10	22.01
Russell 2000	49.74	n.a.	19.59

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2022/6/1

## US 30 展望：

美國 5 月 ISM 製造業 PMI 表現強勁，其中新訂單指數更是超越市場預期，顯示美國的消費需求仍存在，而製造業物價壓力雖然出現小幅放緩，但仍在極高的高點運行，故 5 月的製造業 PMI 內涵，相信將給予聯準會更多支持可以打擊需求，進而壓低美國通膨。

雖然聯準會最新的經濟褐皮書顯示，部分地區經濟增速放緩，但整體看，聯準會 12 個轄區內的勞動力市場仍是相當緊俏，僅有 1 區報告就業增速放緩，故勞動力市場的強勁，相信也將持續給予聯準會更多的升息支撐，因當前的美國薪資增速過快，也是聯準會打擊通膨的一項重要著力點。

展望道瓊指數後市，考量到道瓊指數成份股與美國經濟掛鉤程度極高，故高升息、高通膨帶來美國的消費者需求滑落，將可能導致道瓊指數基本面出現承壓，再加上道瓊指數成份股已普遍出現嚴重的高庫存問題，如 Home Depot (HD)、HoneyWell (HON)、Walmart (WMT) 等零售業巨頭，未來 3 個月勢將無可避免地出現「打折清庫存」的營運策略，這將進一步影響企業毛利，不利道瓊成份股的基本面健康。

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/>

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

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。