

## <本次亮點>

1. 近期美國經濟衰退之疑慮甚囂塵上，雖然 6 月非農報告顯示美國勞動力市場仍是十分強勁，但考量到美國通膨率仍然是居高不下，相信聯準會將更有理由延續激進升息政策，甚至可能不惜觸發「微幅經濟衰退」，藉經濟衰退的需求通縮來壓制通膨，這對道瓊指數後市將是沉重的基本面打擊。
2. 美國 6 月非農就業報告繳出強勁的成績單，失業率報 3.6% 持續低於自然失業率 4.0%，給予了聯準會鷹派升息的實質支持；而另一方面，美國 6 月消費者物價指數 (CPI) 通膨率再次全面超出市場預期，雖然通膨已現見頂訊號，但整體通膨結構已自商品通膨轉向服務通膨。
3. 展望道瓊指數後市，預計至 2022 年底美國通膨率仍將落在 5.0% 的高位上方，相信此通膨水準仍無法令聯準會感到滿意，預計聯準會利率水平仍將停留在中性利率 3.0-3.25% 上方一段更長時間，這將拉長對經濟需求的壓抑期，故在 3Q22 內，相信道瓊指數後市仍難樂觀看待。

## 通膨緩降難令聯準會滿意，道瓊未見樂觀訊號

近期美國經濟衰退之疑慮甚囂塵上，雖然 6 月非農報告顯示美國勞動力市場仍是十分強勁，但考量到美國通膨率仍然是居高不下，相信聯準會 (Fed) 將更有理由延續激進升息政策，甚至可能不惜觸發「微幅經濟衰退」，藉經濟衰退的需求通縮來壓制通

膨，這對道瓊指數後市將是沉重的基本面打擊。

當前美債市場也是廣泛在交易經濟衰退之預期，如 10 年期美債殖利率與 2 年期利差已進入倒掛，若按聯準會升息三碼 (75BP) 的路徑計算、且 10 年期美債殖利率維持當前 3.0% 水平附近震盪不變，那麼 10 年期美債殖利率與 3 個月期利差，也很快將進入倒掛，這將意味著美債市場將全面壟罩在經濟衰退的壓力之下。

美國 6 月非農就業報告繳出強勁的成績單，失業率報 3.6% 持續低於自然失業率 4.0%，給予了聯準會鷹派升息的實質支持；而另一方面，美國 6 月消費者物價指數 (CPI) 通膨率再次全面超出市場預期，雖然通膨已現見頂訊號，但整體通膨結構已自商品通膨轉向服務通膨，這也意味著美國通膨的降溫趨勢將是緩降、而非急降。

展望道瓊指數後市，美國高通膨壓力持續，在服務業通膨升溫的趨勢下，預計至 2022 年底美國通膨率仍將落在 5.0% 的高位上方，相信此通膨水準仍無法令聯準會感到滿意，故預計聯準會即使後續放緩升息腳步，但利率水平絕對仍將停留在中性利率 3.0-3.25% 上方一段更長時間，這將拉長對經濟需求的壓抑期，而道瓊指數成份股多與實體經濟掛鉤，故在 3Q22 內，相信道瓊指數後市仍難樂觀看待。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：

Tradingview 資料日期：2022/7/14

## 總經分析：

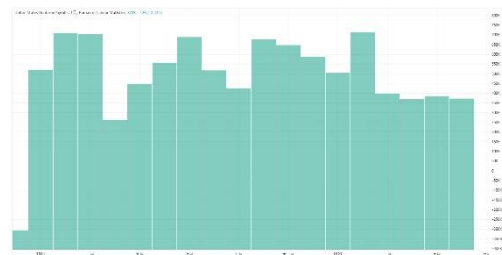
### 一.非農數據強勁，給予聯準會鷹派 升息更多支持：

美國 6 月失業率維持在 3.6% 的歷史低檔區，符合市場預期，而勞動力參與率報 62.2%，則略低於市場預期的 62.4%，失業率和勞動參與率的變化顯示美國勞動力市場仍然強勁，當週初請失業金人數見底開始走升，總需求有走弱的跡象，但還沒有明顯的衰退將至景象。

整體美國 6 月非農報告觀察，目前美國的勞動力市場緊張程度已經超過了 2020 疫情前的經濟擴張週期，這將充份支持聯準會繼續加快腳步升息，以抑制高漲的通膨壓力。

#### 美國 6 月非農數據細項：

- 非農新增就業報 37.2 萬人，預期 26.8 萬人，前值自 39 萬人下調至 38.4 萬人
- 失業率報 3.6%，預期 3.6%，前值 3.6%
- 平均每週工時報 34.5 小時，預期 34.6，前值 34.5 小時
- 平均每小時薪資年增率報 5.1%，預期 5.0%，前值 5.3%
- 平均每小時薪資月增率報 0.3%，預期 0.3%，前值 0.4%
- 勞動參與率報 62.2%，預期 62.3%，前值 62.3%



美國新增非農就業表現 資料來源：  
tradingview 資料日期：2022/7/8

美國 6 月新增非農就業報增加 37.2 萬人，遠超市場預期的 26.8 萬人，亦超過下修後的前值 38.4 萬人，顯示雖然美國企業的聘僱意願，仍是十分強勁，但 6 月份就業主要是集中在服務業為主，製造業與科技業已見到了顯著的停招潮。

從各產業結構看，美國 6 月民間部門所有產業都實現聘僱增長，惟政府部門就業減少，其中教育和保健服務、專業和商業服務、休閒娛樂和酒店業的增長尤為明顯，最大增幅來自教育和保健服務，結束了過去幾個月一直由休閒娛樂和酒店業佔據第一的情況。

目前美國就業總人數僅比新冠疫情爆發前低 52.4 萬人，自疫情以來累積仍為負增長的行業除了休閒和酒店業，還有其他服務業差距約 26 萬、教育和保健服務差距約 26 萬、採礦業差距約 6 萬、公用事業差距約 0.6 萬；相反的，專業和商業服務行業、運輸倉儲、零售、資訊科技、金融等已經恢復到略超過疫情前水平。

在薪資通膨上，美國 6 月平均每小時薪資月增率報 0.3%，持平市場預期和前值，顯示勞動力市場整體表現仍強勁，但時薪的增長並沒有持續加速，相反時薪增幅放緩或有助於通膨回落，6 月非農時薪增長跑贏通膨的只有休閒酒店業、教育和醫療服務、零售業這三個產業，較上月跑贏通膨的產業減少兩個。

## 二.美國通膨再超市場預期，但通膨預計已見頂：

美國勞工部公布 6 月消費者物價指數 (CPI) 年增率報 9.1%，再創逾 40 年來新高，而排除糧食和能源成本的 6 月核心 CPI 年增率也高達 5.9%，兩者分別高於市場預期的 8.8% 與 5.7%，顯示通膨仍持續加速升溫，但在 7 月原物料價格走跌的市況裡，6 月 CPI 報告可能是最後的一份高通膨數據。

### 美國 6 月 CPI 數據細項：

- 6 月 CPI 年增率報 9.1%，高於市場預期的 8.8%，高於前值 8.6%。
- 6 月 CPI 月增率報 1.3%，高於市場預期的 1.1%，高於前值 1.0%。
- 6 月核心 CPI 年增率報 5.9%，高於市場預期的 5.7%，低於前值 6.0%。
- 6 月核心 CPI 月增率報 0.7%，高於市場預期的 0.6%，高於前值 0.6%。

Table A. Percent changes in CPI for All Urban Consumers (CPI-U): U.S. city average

	Seasonally adjusted changes from preceding month							12 mos. ended Jun. 2022
	Dec. 2021	Jan. 2022	Feb. 2022	Mar. 2022	Apr. 2022	May 2022	Jun. 2022	
All items	0.6	0.6	0.8	1.2	0.3	1.0	1.3	9.1
Food	0.5	0.9	1.0	1.0	0.9	1.2	1.0	10.4
Food at home	0.4	1.0	1.4	1.5	1.0	1.4	1.0	12.2
Food away from home	0.6	0.7	0.4	0.3	0.6	0.7	0.9	7.7
Energy	0.9	0.9	2.5	11.0	-2.7	2.9	7.5	41.6
Energy commodities	1.3	-0.6	6.7	18.1	-5.4	4.5	10.4	69.6
Gasoline (all types)	1.3	-0.6	6.6	18.3	-4.1	4.1	11.2	59.9
Fuel oil	-2.4	0.5	7.7	22.3	2.7	18.9	-1.2	98.5
Energy services	0.3	2.9	-0.4	1.8	1.3	3.0	3.5	19.4
Electricity	0.5	4.2	-1.1	2.2	0.7	1.3	1.7	13.7
Utility (spoil) gas service	-0.3	-0.5	1.5	0.6	3.1	8.0	8.2	38.4
All items less food and energy commodities	0.6	0.6	0.5	0.3	0.6	0.6	0.7	5.9
Commodities	1.2	1.0	0.4	-0.4	0.2	0.7	0.8	7.2
New vehicles	1.2	0.0	0.3	0.2	1.1	1.0	0.7	11.4
Used cars and trucks	3.3	1.5	-0.2	-3.8	-0.4	1.8	1.6	7.1
Apparel	1.1	1.1	0.7	0.6	-0.6	0.7	0.8	5.2
Medical care commodities	0.0	0.9	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	3.2
Services less energy services	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.7	5.5
Shelter	0.4	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	5.6
Transportation services	0.0	1.0	1.4	2.0	3.1	1.3	2.1	8.8
Medical care services	0.3	0.6	0.1	0.6	0.5	0.4	0.7	4.8

美國 6 月 CPI 數據細項 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/7/13

6 月 CPI 報告顯示，住房、食品價格上漲是美國通膨的主要因素，食品成本年增 10.4%，是自 1981 年以來最大漲幅，而

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

主要住宅租金較 5 月上漲 0.8%，為 1986 年以來最大單月漲幅。

美國 6 月原物料商品成本較 5 月增加 2.1%，而服務成本成長 0.9%，創下 21 年多來最大增幅，這主要是因為隨著美國新冠疫情的封鎖完全解封，消費者正把支出從商品轉向服務，故整體通膨結構已由商品通膨轉向服務通膨。

雖然美國 6 月通膨水準仍高，但由於 7 月國際油價、糧價、基本金屬持續重挫，故有理由相信食品與能源成本正在下降，尤其在食品雜貨方面，隨原物料、運輸與薪資成本開始降溫，預料美國通膨將出現緩降，但並非急降。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 7 月 14 日數據顯示，道瓊指數未來 12 個月預估本益比 (Forward 12 months P/E Ratio) 落在 16.60 倍，估值持續在 16 倍整數關口徘徊，但相信道瓊指數估值在未來 1 個月內仍有下修風險，因 3Q22 財測展望相信將十分孱弱。

道瓊指數正進入 3Q22 財報發布季，而由於美國經濟 2022 下半年高機率將步入衰退，故道瓊成份股對於 3Q22 的財測預估相信亦將十分疲軟，這將使得道瓊成份股的估值擴張空間十分有限，因在景氣疲軟的壓力下，華爾街分析師願意給予股票的估值空間並不會太高。

P/E Ratio			
Index	7/14/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	17.60	26.56	16.60

S&P 500	21.07	38.25	20.96
NASDAQ 100	25.28	38.25	20.96
Russell 2000	46.11	n.a.	20.41

美股四大指數估值比較圖 資料來源：

Bloomberg 資料日期：2022/7/14

間，這也將拉長對經濟需求的壓抑期，而道瓊指數成份股多與實體經濟掛鉤，故在即將到來的 3Q22 財測發布期，道瓊指數後市仍難樂觀看待，財測下修風險沉重。

## US 30 展望：

聯準會透過鷹派升息壓制美國經濟的實體需求，以進一步對抗高漲的通膨壓力，這是造成今年來美股市場、包括道瓊指數大幅下跌的主旋律，因在聯準會打擊需求的過程中，企業的營收、毛利率、每股盈餘 (EPS) 都將出現嚴重減速，故在聯準會改變貨幣政策走向之前，道瓊指數都難以見到較大的基本面復甦。

而目前看，雖然美國 6 月通膨率已在原物料價格走跌的幫助下出現見頂訊號，通膨有望緩降，但由於服務通膨正對通膨形成新的支撐，故預計至 2022 年底，美國通膨率仍將停留在 5.0% 的高位上方，這將無法構成聯準會貨幣政策由鷹轉鴿，預計 3Q22 間，美國經濟將維持在「高利率、高通膨」一段長期時間。

據美國銀行 (BofA) 最新研報預計，美國經濟將於 2022 下半年進入溫和衰退的場景，且美國企業信心指數已處於 2020 年第二季以來的最低水平，再加上 ISM 製造業 PMI、美國密大消費者信心的持續走低，各項數據都指向 3Q22 道瓊成份股的獲利，可能將低於市場預期。

展望道瓊後市，雖然通膨緩降有助於聯準會後續放緩升息腳步，但由於通膨並非急降，故相信聯準會的利率水平，仍將停留在中性利率 3.0-3.25% 上方一段更長時

## 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。