

## <本次亮點>

1. 自 7 月以來道瓊指數大幅反彈，指數點位直逼 5 月時高點，這主要受惠於聯準會升息預期的見頂，進而刺激市場的估值修復動能，而考量到短線上道瓊指數反彈幅度已高、估值已不便宜，且美國經濟需求仍然疲軟，故相信這波道瓊指數上漲已近尾聲，短線上市場將進入盤整期。
2. 美國 7 月 CPI 超預期下跌，並結合原油、非管理人員時薪持續回落，房市降溫，基本可以判斷本輪美國通膨率已經見頂，8 月預計通膨將加速回落，但當前美國通膨率更大可能是「緩跌」、並非「急跌」，美國通膨要見到大幅下跌所需時間較長。
3. 展望道瓊後市，美國通膨見頂所帶來的聯準會升息放緩預期，已幫助道瓊指數估值強勢修復，估值再大幅向上修復的空間已然不多，但考量到美國經濟仍舊疲軟，故後續仍可能有下修獲利之風險，短期的樂觀場景預估，道瓊指數預計能夠進入盤整區，但若市場再出現基本面雜音，那麼道瓊指數估將迎來新一波修正，但此次修正也相信不會跌破 6 月時低點。

## 通膨見頂刺激估值修復， 道瓊將回頭看基本面

自 7 月以來道瓊指數大幅反彈，累計漲幅達 8.5%，指數點位直逼 5 月時高點，這主要受惠於聯準會 (Fed) 升息預期的見頂，進而刺激市場的估值修復 (multiple recovery) 動能，而考量到短線上道瓊指

數反彈幅度已高、估值已不便宜，且美國經濟需求仍然疲軟，故相信這波道瓊指數上漲已近尾聲，短線上市場將進入盤整期，而任何基本面的負面雜音，都可能令道瓊指數再次下跌。

美國 7 月消費者物價指數 (CPI) 超預期下跌，是刺激道瓊指數進一步走高的最佳動能，且再結合原油、非管理人員時薪持續回落，房市降溫，基本可以判斷本輪美國通膨率已經見頂，8 月預計通膨將加速回落，因目前美國能源價格是通膨的決定性因素，但考量到冬季歐洲能源危機尚未解除，這使得 4Q22 通膨率或可能維持在高檔區間，故當前美國通膨率更大可能是「緩跌」、並非「急跌」，美國通膨要見到大幅下跌所需時間較長。

在高通膨背景下聯準會難以重啟寬鬆，估計聯準會將維持 6 月釋出的利率點陣圖 (Dot Plot) 的升息速率進行升息，預計年底聯準會基準利率將維持升抵 3.25-3.50% 區間不變，但即使聯準會升息速率放緩，仍舊是近 40 年來的最高速升息，相信美國經濟目前已陷入衰退期間之中，但本輪衰退高度機率只是溫和衰退，並不會構成經濟或金融危機。

拜登政府於近日通過了《通膨削減法案》(Inflation Reduction Act)，該法案的前身為拜登提出的重建美好法案 (Build Back Better Act)，包含稅改、新能源投資等領域，但由於法案主要涉及醫保支出補貼、新能源投資稅務減免等方案，醫保補貼將擴大美國民眾的消費者剩餘、新能源投資稅務減免則將壓制原油開採投資，兩個方向皆對美國短期和長期通膨的緩解效果有限。

展望道瓊指數後市，由於美國 7 月通膨滑落，使得市場對於 9 月聯準會升息二碼

(50BP) 的預期大幅攀升，並帶動道瓊指數進一步估值回升，但值得注意的是，由於最樂觀的升息二碼之機率已完全定價，估值修復空間已經見頂，而考量到美國經濟仍舊十分疲軟，本輪反彈的體質脆弱，故在樂觀場景下，道瓊指數估計能夠進入盤整區，但若市場再出現基本面雜音，那麼道瓊指數估將迎來新一波修正，但此次修正也相信不會跌破 6 月時低點。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：

Tradingview 資料日期：2022/8/12

## 總經分析：

### 一.油價下跌+供應鏈緩解，美國通膨率確定觸頂：

美國 7 月 CPI 年增率、月增略皆顯著低於市場預期，主要由於油價修正後幫助 CPI 走低，以及汽車供應鏈價格回落幫助核心 CPI (Core CPI) 持穩，而展望未來，美國通膨結構中的能源分項可能在 3Q22 出現反彈，但房租和汽車供應鏈等分項指數，預計仍將繼續回落並在內部對 CPI 的上漲壓力形成對沖，美國下半年 CPI 整體趨勢預計繼續緩降。

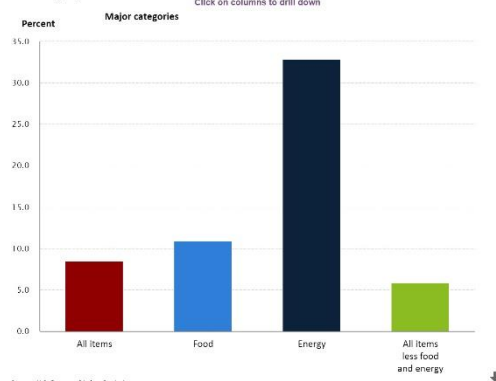
#### 美國 7 月 CPI 分項數據：

- 7 月 CPI 年增率為 8.5%，低於市場預期的 8.7%，低於前值 9.1%。
- 7 月核心 CPI 年增率為 5.9%，低於市場預期的 6.1%，持平前值

5.9%。

- 7 月 CPI 月增率為 0.0%，低於市場預期的 0.2%，低於前值 1.3%。
- 7 月核心 CPI 月增率為 0.3%，低於市場預期的 0.5%，持平前值 0.7%。

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



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.

美國 CPI 分項數據 資料來源：U.S.

Bureau of Labor Statistics 資料日期：

2022/8/10

從 CPI 看，能源價格在 7 月的大幅下跌，是幫助 CPI 走低的最大貢獻項，整體來看，7 月 CPI 回落進一步確認了 6 月 CPI 已於年內觸頂，預計下半年美國的通膨率仍將繼續回落。

從核心 CPI 看，7 月月增率大幅回落至 0.2%、低於前值 0.8%，汽車供應鏈價格的下跌是最大貢獻項，主要受惠於新冠疫情緩和後全球供應鏈的修復，這與聯準會 7 月利率會議中的判斷基本一致。

另外，美國新車、二手車和運輸服務分項指數的月增率增速分別大幅回落至 0.6%、-0.4%和-0.5%，前值分別為 0.7%、1.6%和 2.1%；房租分項月增率則增長 0.5%，相較前值小幅回落，從房價的領先性關係判斷，預計年內核心 CPI 亦仍有下行空間。

## 二.拜登《通膨緩解法案》通過，但對通膨緩解沒有任何幫助：

拜登推進的《通膨緩解法案》(Inflation Reduction Act) 近日已於美國國會投票通過，預計將在 11 月期中選舉之前落地成法，而本次稅改不對年收入低於 40 萬美元的家庭和企業增稅。

該法案的前身為拜登提出的重建美好法案 (Build Back Better Act)，包含稅改、新能源投資等領域，支出規模經歷兩輪大幅縮減，由最初規模的 3.5 兆美元，期間縮減至 1.75 兆美元，直至當前的最終版本 4330 億美元，法案收支週期為 10 年。

支出方面，規模共計 4330 億美元，可分為 3690 億美元能源支出，包括各類新能源投資的稅收抵免、購車補貼、640 億美元醫療保險補貼。

收入方面，創收共計 7390 億美元財政收入，可分為三大類：

1. 對三年平均收入超過 10 億美元公司徵收 15 % 的最低稅以增加 3130 億美元收入。
2. 降低醫保購藥成本以節約 2880 億美元。
3. 加強稅收徵管和資本市場稅制完善以增加 1380 億美元收入。

Inflation Reduction Act											
(\$Billions)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2022-2031
<b>Revenues/Offsetting Provisions</b>											
2.1 Percent Book Tax	4	56	49	33	25	23	26	31	35	38	319
Prescription Drug Provisions	0	3	2	16	9	30	50	51	61	65	288
Carried Interest	1	2	2	1	1	1	1	1	1	1	14
IRS Enforcement	0	3	8	13	19	25	30	34	39	36	207
<b>Subtotal</b>	<b>6</b>	<b>63</b>	<b>69</b>	<b>63</b>	<b>54</b>	<b>79</b>	<b>107</b>	<b>118</b>	<b>136</b>	<b>141</b>	<b>828</b>
<b>Spending/Tax Expenditures</b>											
ACA Subsidies	0	21	21	21	0	0	0	0	0	0	64
Climate and Other Spending	7	17	30	40	49	49	40	44	47	45	369
IRS Funding (OT)	2	3	4	5	7	8	10	12	14	15	90
<b>Subtotal</b>	<b>9</b>	<b>41</b>	<b>56</b>	<b>67</b>	<b>56</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>56</b>	<b>61</b>	<b>60</b>	<b>513</b>
<b>Deficit(-)/Surplus(+)</b>	<b>-3</b>	<b>21</b>	<b>13</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>22</b>	<b>48</b>	<b>62</b>	<b>75</b>	<b>81</b>	<b>315</b>
<b>H.R. 4346 (CHIPS and Science Act)</b>											
(\$Billions)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2022-2031
<b>Direct Spending/Revenue Losses</b>											
Authorizations of Appropriations	0	32	38	39	42	44	0	0	0	0	196
Estimated Discretionary Outlays	0	17	29	35	39	42	19	6	2	1	190
<b>Deficit(-)/Surplus(+)</b>	<b>0</b>	<b>-23</b>	<b>-41</b>	<b>-50</b>	<b>-55</b>	<b>-52</b>	<b>-26</b>	<b>-12</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>	<b>-270</b>
<b>Combined Deficit(-)/Surplus(+)</b>	<b>-3</b>	<b>-2</b>	<b>-36</b>	<b>-53</b>	<b>-56</b>	<b>-30</b>	<b>32</b>	<b>50</b>	<b>68</b>	<b>77</b>	<b>46</b>

通膨緩解法案細部收支規劃 資料來源：

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

Congressional Budget Office 資料日期：2022/8/12

宏觀影響方面，由於法案擴大醫保補貼，這將增加美國民眾的消費者剩餘，對美國消費力道構成刺激作用，而增加新能源補貼則可能繼續縮減美國原油業者的探勘投資，兩者皆對美國通膨不存在緩解作用。

整體《通膨緩解法案》看，預計對美國短期和長期的通膨壓力緩解有限，且根據美國國會預算辦公室 (CBO) 內部測算，亦預計該法案對 2022 年通膨無任何影響，對 2023 年通膨影響僅在 ±0.1% 之間。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 8 月 12 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 19.90 倍，估值已大幅自先前的 16 倍股回升。

而近期道瓊成份股已進入 2Q22 財報發布期並陸續下調營收與每股盈餘 (EPS) 之預期，故這也意味著短期內盈餘下修已告一段落，但考量到美國經濟需求仍舊疲軟，故與實體經濟掛鉤程度極高的道瓊指數，仍有機會再次出現基本面雜音。

P/E Ratio			
Index	8/12/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	19.90	24.21	17.90
S&P 500	22.75	31.31	18.69
NASDAQ 100	27.36	35.74	24.32
Russell 2000	65.49	n.a.	22.97

美股四大指數估值比較圖 資料來源：  
Bloomberg 資料日期：2022/8/12

## 道瓊後市：

聯準會短期升息的核心決定因子，仍然是取決於通膨而非就業，而雖然市場對於 9 月升息二碼或三碼仍有爭論，但相信無論 9 月是升息二碼或三碼，市場都已完成定價，只要聯準會 9 月釋出的點陣圖路徑維持與 6 月一致，即維持年底升息路徑至 3.25-3.50% 不變，那麼道瓊指數將不至於再次遭遇強烈的估值修正，但考量到美國經濟仍舊疲軟，故通膨放緩帶來的估值修復的空間，相信也已不多。

考慮到當前美國通膨趨勢為「緩降」、並非「急降」，故預計年底聯準會升息路徑仍將繼續維持在 3.25-3.50% 區間不變，但如果美國勞動力市場惡化超出預期，或是歐洲出現債務危機之風險，那麼聯準會升息即可能在 4Q22 暫停，屆時市場短期內估將朝向經濟衰退的交易論述靠攏，但目前觀察，美國勞動力市場惡化、歐洲債務危機兩者之風險並不高。

向後看至年底，雖然聯準會緊縮預期將逐步趨緩，但美國經濟數據預計仍將疲軟，在此背景下，美債殖利率預計將逐步回落至 2.5% 區間，其中 10 年期與 2 年期美債殖利率利差可能在 2022 下半年內持續倒掛，而考量到聯準會正以 2.5% 作為中性利率 (Neutral Rate) 水平，故在通膨水平進一步回落前，10 年期美債殖利率跌破 2.5% 的可能性較低。

展望道瓊指數後市，美國通膨見頂所帶來的聯準會升息放緩預期，已幫助到道瓊指數估值出現一波強勢修復，估值再大幅向上修復的空間已然不多，而近期道瓊成份

股 2Q22 財報逐步公佈並下修全年增長預期，也意味著道瓊指數的獲利下修已告一段落，但考量到美國經濟仍舊疲軟，故後續仍可能有下修獲利之風險，短期的樂觀場景預估，道瓊指數預計能夠進入盤整區，但若市場再出現基本面雜音，那麼道瓊指數估將迎來新一波修正，但此次修正也相信不會跌破 6 月時低點。

## 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。