

## <本次亮點>

1. 美國 8 月消費者物價指數全面超越市場預期，證明了美國通膨率不僅自商品通膨轉向至服務通膨，且服務類為主的核通膨率更已出現「核心黏性」，這將可能逼迫聯準會在 9 月利率會議上大幅上修點陣圖的終點利率預期。
2. 拔除服務類為主的核通膨黏性，在歷史經驗上一直是一條艱難的道路，因為核通膨率常具有嚴重的僵固性，核通膨率並不像能源、食品價格般高度波動，因為能源與食品價格常常在供給趨向滿足後，即能夠順勢下降，但核通膨率常常難以自然降低，最好的場景也只會是緩慢下降。
3. 展望道瓊後市，美國核通膨黏性幾乎確定形成，而為了不要讓核通膨陷入失控風險，聯準會相信將於 9 月再次透過點陣圖大幅拉升市場的升息預期，以進一步破壞美國經濟的消費需求，並透過這樣的方式來拉升美國失業率，以達到拔除服務類通膨黏性之目的，但在這樣的政策前景上，聯準會要達成軟著陸的目標機率也是越來越低。

## 通膨浮現核心黏性，道瓊指數短期仍將承壓

美國 8 月消費者物價指數 (CPI) 全面超越市場預期，證明了美國通膨率不僅自商品通膨 (Commodity inflation) 轉向至服務通膨 (Services inflation)，且服務類為主的核通膨率更已出現「核心黏性 (Core

stickiness)」，這將可能逼迫聯準會 (Fed) 在 9 月利率會議上大幅上修點陣圖 (Dot Plot) 的終點利率預期，這對道瓊指數將構成沉重的下跌壓力。

拔除服務類為主的核通膨黏性，在歷史經驗上一直是一條艱難的道路，因為核通膨率常具有嚴重的僵固性，核通膨率並不像能源、食品價格般高度波動，因為能源與食品價格常常在供給趨向滿足後，即能夠順勢下降，但核通膨率常常難以自然降低，最好的場景也只會是緩慢下降。

在拔除核通膨黏性的困難上，例如房租即為一例，房租常常一旦上漲後，就很難見到大幅減租的場景發生，除非失業率大幅拉升後，導致經濟陷入沉重的衰退期，進而使得房價大幅崩跌，最後使得房租下降，故回顧歷史經驗看，聯準會在拔除核通膨黏性的期間，雖然皆是小心翼翼避免經濟陷入衰退，但聯準會往往皆是失敗告終，只能引發經濟衰退後，進而拔除核通膨黏性。

展望道瓊後市，美國核通膨黏性在 8 月 CPI 報告公布後，幾乎確定已經形成，而為了不要讓核通膨陷入失控風險，聯準會相信將於 9 月再次透過點陣圖大幅拉升市場的升息預期，以進一步破壞美國經濟的消費需求，並透過這樣的方式來拉升美國失業率，以達到拔除服務類通膨黏性之目的，但在這樣的政策前景上，聯準會要達成軟著陸 (Soft Landing) 的目標機率也是越來越低，在美國經濟衰退風險可能擴大的壓力下，短期 3 個月內，道瓊指數後市可謂是不容樂觀。



道瓊指數日線走勢圖 資料來源：  
tradingview 資料日期：2022/8/31

## 總經分析：

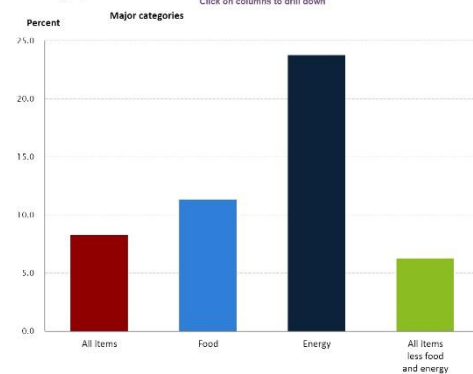
### 一.美國 8 月通膨超市場預期，核心通膨出現黏性：

美國 8 月 CPI 報告全面超出市場預期，CPI 年增率報 8.3%，高於市場預期的 8.1%，且扣除波動較大的食物和能源價格後之核心 CPI 年增率則 6.3%，也遠高於 7 月創下的 5.9% 升幅，這顯示了核心 CPI 的通膨項目上，已開始出現黏性。

#### 美國 8 月 CPI 報告細項：

- 8 月 CPI 年增率報 8.3%，預期 8.1%，前值 8.5%。
- 8 月 CPI 月增率報 0.1%，預期 -0.1%，前值 0.0%。
- 8 月核心 CPI 年增率報 6.3%，預期 6.1%，前值 5.9%。
- 8 月核心 CPI 月增率報 0.6%，預期 0.3%，前值 0.3%。

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



Source: U.S. Bureau of Labor Statistics.  
美國 8 月 CPI 分項數據 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/9/13

8 月 CPI 報告細項觀察，美國 8 月能源價格月增率為 -5.0%，創下 2020 年 4 月以來最大降幅，其中汽油價格指數月減 10.6%，是幫助能源價格大幅走低的重要推力。

8 月食品價格月增率為 0.8%，小於 7 月的 1.1%，這主要是受到家庭以外食品價格推動；年增率來看，8 月食品價格年增率為 11.4%，仍創 1979 年 5 月以來最大漲幅，其中家庭食品指數上漲 13.5%，創 1979 年 3 月以來最大漲幅。

美國 8 月住房成本繼續增加，8 月住房指數月增率為 0.7%，高於 7 月的 0.5%，其中業主等效租金 (OER) 亦是上漲 0.7%；年增率看，8 月住房價格年增率報 6.24%，較 7 月的 5.69% 大幅成長，更是創下 1990 年 8 月以來新高，同時，租金指數年增率更是升至 6.74%，創史上新高，顯示目前核心 CPI 中房租已出現頑強的黏性。

其他方面，8 月醫療價格指數也有所攀升，月增 0.7%，高於 7 月的 0.4%，而新車、汽車保險與維修的價格有所成長，二手車與卡車價格延續近期跌勢。

## 二.核心 PPI 超越市場預期，商品通膨有降溫但速率緩慢：

美國公布 8 月生產者物價指數 (PPI) 年增率報 8.7%，低於市場預期的 8.8% 和 7 月的 9.8%，已連續兩個月份出現下降，並創下 2021 年 8 月以來最低增速，而能源成本下降是推動 8 月 PPI 回落主因，不過，8 月核心 PPI 增幅依然高於預期。

美國 8 月 PPI 報告細項：

- 8 月 PPI 年增率報 8.7%，預期 8.8%，前值 9.8%。
- 8 月 PPI 月增率報 -0.1%，預期 -0.1%，前值 -0.4%。
- 8 月核心 PPI 年增率報 7.3%，預期 7.1%，前值 7.7%。
- 8 月核心 PPI 月增率報 0.4%，預期 0.3%，前值 0.3%。

Table A. Monthly and 12-month percent changes in selected final demand price indexes, seasonally adjusted

Month	Total final demand	Final demand less foods, energy, and trade	Final demand goods				Final demand services				Change in final demand from 12 months ago (unadj.)	Change in final demand less foods, energy, and trade from 12 mo. ago (unadj.)	
			Total	Foods	Energy	Less foods and energy	Total	Trade	Transportation and warehousing	Other			
<b>2021</b>													
Aug...	0.9	0.4	1.0	2.1	1.3	0.6	0.8	2.1	0.8	0.2	8.7	6.2	
Sept...	0.5	0.3	1.2	2.1	2.5	0.6	0.1	0.0	-1.0	0.3	8.8	6.1	
Oct...	0.7	0.4	1.3	-0.1	5.0	0.7	0.2	0.5	1.1	-0.1	8.9	6.2	
Nov...	1.0	0.8	0.9	1.3	0.9	0.8	1.0	1.3	2.8	0.6	9.9	7.0	
Dec...	0.6	0.4	-0.1	-0.2	-1.4	0.4	0.9	1.9	1.6	0.3	10.0	7.0	
<b>2022</b>													
Jan...	1.2	0.8	1.6	1.8	4.1	0.8	0.9	1.3	0.0	0.8	10.1	6.9	
Feb...	1.1	0.2	2.2	1.9	7.2	0.8	0.5	1.7	2.0	-0.3	10.4	6.7	
Mar...	1.7	1.0	2.4	2.4	6.6	1.1	1.3	2.3	5.6	0.4	11.7	7.1	
Apr...	0.5	0.4	1.3	1.5	1.5	1.1	0.0	0.1	2.1	-0.2	11.2	6.8	
May...	0.8	0.5	1.5	0.4	4.8	0.7	0.5	0.7	2.5	0.1	11.1	6.7	
June...	1.0	0.3	2.2	-0.1	8.9	0.5	0.3	0.8	0.9	0.2	11.3	6.4	
July...	-0.4	0.1	-1.7	1.3	-9.0	0.2	0.2	0.9	-0.8	0.0	9.8	5.8	
Aug...	-0.1	0.2	-1.2	0.0	-5.0	0.2	0.4	0.8	-0.2	0.3	8.7	5.6	

<sup>1</sup> Some of the figures shown above and elsewhere in this release may differ from those previously reported because data for April 2022 through July 2022 have been revised to reflect the availability of late reports and corrections by respondents.

美國 8 月 PPI 分項數據 資料來源：U.S. Bureau of Labor Statistics 資料日期：2022/9/14

觀察數據細項，商品價格下降 1.2%，其中逾 4 分之 3 可歸因於汽油價格持續下跌，而由於食品價格與上月持平，故使得 8 月剔除食品、能源與貿易服務的 PPI 指數月增率上升 0.2%，年增率上升 5.9%，表明生產管道的通膨狀況仍持續存在。

這也同時顯示了，雖然美國 8 月汽油價格有所回落，但生產商仍舊面臨服務價格走強，以及部分商品如建築設備和食品成本上升所困擾，故商品通膨只是溫和緩降，也未能見到高速下降之趨勢。

## 估值分析：

據 Bloomberg 截至 9 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) 降至 17.04 倍，估值水準重新回落到 17 倍的整數關卡，反映近日道瓊指數因 8 月 CPI 超越市場預期而重挫。

道瓊指數的 2Q22 財報發布期已經結束，但這並不意味著道瓊成份股的營收、每股盈餘 (EPS) 下修潮已經告一段落，因為 8 月 CPI 證明了美國通膨率已出現核心通膨的黏性，這將促使聯準會無可避免地再次拉升點陣圖上的終點利率預期。

在通膨黏性與更高升息預期的前景下，聯準會軟著陸的可能性也已越來越低，故與實體經濟掛鉤程度極高的道瓊成份股，相當可能再次出現盈餘下修潮。

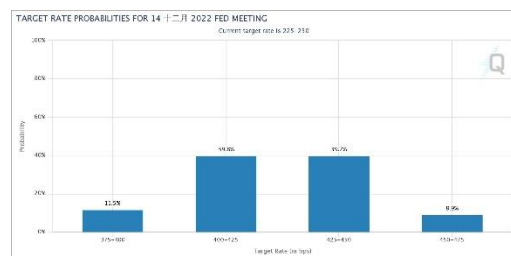
P/E Ratio			
Index	9/14/22	Year ago	Forward 12 mons
Dow Jones	18.33	23.66	17.04
S&P 500	21.80	31.41	17.63
NASDAQ 100	25.32	36.35	22.65
Russell 2000	56.63	289.0	21.92

美股四大指數估值比較圖 資料來源：Bloomberg 資料日期：2022/9/14

## US30 後市：

美國 8 月 CPI 數據已經證實，美國的通膨依然火熱，雖然商品通膨已經因為能源價格走低而出現降溫，但是服務類的核心通膨正在堅固支撐著 CPI 高檔不墜，這將讓一直在竭力抑制通膨的聯準會面臨更大的困難，聯準會於 9 月份利率會議上大幅拉升點陣圖的終點利率，顯然已經是箭在弦上。

據芝商所 (CME) 數據顯示，8 月的 CPI 報告已大幅增加 9 月升息四碼 (100bp) 的可能性至 24.0%，雖然升息三碼 (75bp) 機率為 76% 仍是市場主流共識，但市場也同樣預期聯準會估將大幅拉升點陣圖預期，11 月、12 月合計至少再升息 4 碼的可能性已大幅增加，預計聯邦基金利率至 2022 年底達到 4% 以上之機率已高達 88.5%。



CME 利率市場預期年底利率升抵 4.00-4.25% 區間之機率為 39.8%、升抵 4.25-4.50% 區間之機率為 39.7%、升抵 4.50-4.75% 區間之機率為 8.9% 資料來源：CME 資料日期：2022/9/14

促使聯準會再跨大腳部拉升升息預期的推手，主要是因為 8 月核心 CPI 出乎意料的強勁，因為市場此前多數共識認為，一旦油價出現走低，那麼這也將帶動其他物價開始下滑，但 8 月的 CPI 報告顯然擊垮了這樣的美夢，如今薪資、房租已成為通膨的頭號推手。

展望道瓊後市，由於聯準會深度擔憂薪資帶動的通膨螺旋上漲 (wage-price spiral)，再加上房租持續飆高導致核心通膨已出現黏性，聯準會要拔除薪資、房租等核心通膨黏性的做法，幾乎只剩下擊垮美國消費需求一途，並藉此擴大拉升失業率之後，降低薪資與房租的通膨壓力，而這一路徑相信無疑對與實體經濟掛鉤程度極高的道瓊指數來說，是一重大的利空打擊，短期 3 個月內估計是難以樂觀看待。

## 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。